

Пути трансформации финансового рынка России

Июль 2021

ЦСР

Содержание

Резюме 3

Российский фондовый рынок – отражение экономики гигантов 4

Российский рынок не порождает «историй успеха» 9

Необходимо использовать сложившиеся «окно возможностей» для трансформирования российского финансового рынка 12

Предложения по развитию финансового рынка в России 16

Приложение. Международный опыт создания площадок для эмиссии ценных бумаг субъектов МСП 22

Резюме

Российский финансовый рынок на сегодняшний день недостаточно эффективно выполняет одну из важнейших функций, связанную с трансформацией сбережений в инвестиции, а также не способствует активизации привлечения капитала в развитие российских компаний.

Как следствие, государство вынуждено брать на себя дополнительную нагрузку для поддержания инвестиционных процессов, в том числе за счет содержания обширной системы институтов развития.

Актуальность проблемы поиска дополнительных ресурсов для стимулирования социально-экономического развития России возросла в условиях новой пост-коронавирусной реальности. Пандемия коронавируса стала самым серьезным потрясением для мировой экономики со времен Великой Депрессии. Последствия коронакризиса нанесли мощнейший удар по международной финансовой системе, мировой торговле, производству и потреблению энергоносителей, в результате чего в течение 2020 года регуляторы крупнейших стран предпринимали беспрецедентные меры по поддержке экономик.

Несмотря на купирование части рисков, масштабные фискальные и монетарные стимулы привели к дальнейшему возрастанию объемов долговых обязательств до нового исторического максимума при одновременном падении мировой экономики. По данным Международного института финансов (IIF), объем совокупного мирового долга по итогам 2020 года вырос до 281 трлн долл., что эквивалентно соотношению показателя «Долг к ВВП» около 355% (+35 п.п. за год). Таким образом, риски для финансовой стабильности только нарастают, ставя под удар всю мировую финансово-экономическую систему, которая становится все более зависимой от вливаний ликвидности со стороны регуляторов. Более того, цена поддержания стабильности мировой финансово-экономической системы в дальнейшем будет только увеличиваться.

В таких условиях как никогда растет необходимость повышения эффективности внутренних ресурсов поддержания экономики.

С одной стороны, это касается решения проблемы неиспользованного потенциала средств населения, располагающего существенным объемом сбережений в виде наличных денег. Последовательная работа российского регулятора и финансовых институтов позволила повысить доступность инструментов инвестирования на финансовом рынке для физических лиц, однако на текущий момент инфраструктура локального финансового рынка и продуктовая линейка отстают от лучших международных практик.

Другой важной проблемой, сдерживающей потенциал роста экономики, является ограниченный доступ субъектов малого и среднего предпринимательства (МСП) к финансовым ресурсам. Международный опыт подтверждает роль МСП как драйвера развития экономики. Чтобы стимулировать инвестиционную активность сектора МСП, как минимум, необходимо расширять перечень специальных финансовых продуктов для МСП, заточенных под нужды отдельных категорий бизнеса, однако еще более важно создавать благоприятную среду для «доращивания» стартапов до устойчивых здоровых компаний.

Российский фондовый рынок — отражение экономики гигантов

Низкая отраслевая диверсификация локального рынка акций и доминирование относительно небольшого числа крупнейших компаний является одним из главных препятствий для повышения эффективности российского финансового рынка

Средний free-float на крупнейших биржах развитых экономик достигает 90%, в то время как в России — менее 30%

Отличительной чертой российского финансового рынка является доминирование крупнейших компаний (в значительной степени с государственным участием), как правило обладающих низкой долей акций, находящихся в свободном обращении (free-float). Средний показатель free-float на Московской бирже составляет менее 30%. В целом это отражает системную проблему российской экономики, связанную с высокой долей государства, высокой концентрацией собственности. Например, среднее значение free-float американского индекса S&P 500 превышает 96%, британского FTSE 100—90%, японского Nikkei 225—86%, немецкого DAX—87%, даже индекс биржи Bovespa в Бразилии, экономика которой достаточно близка по характеристикам и структуре России, имеет значение free-float около 67%.

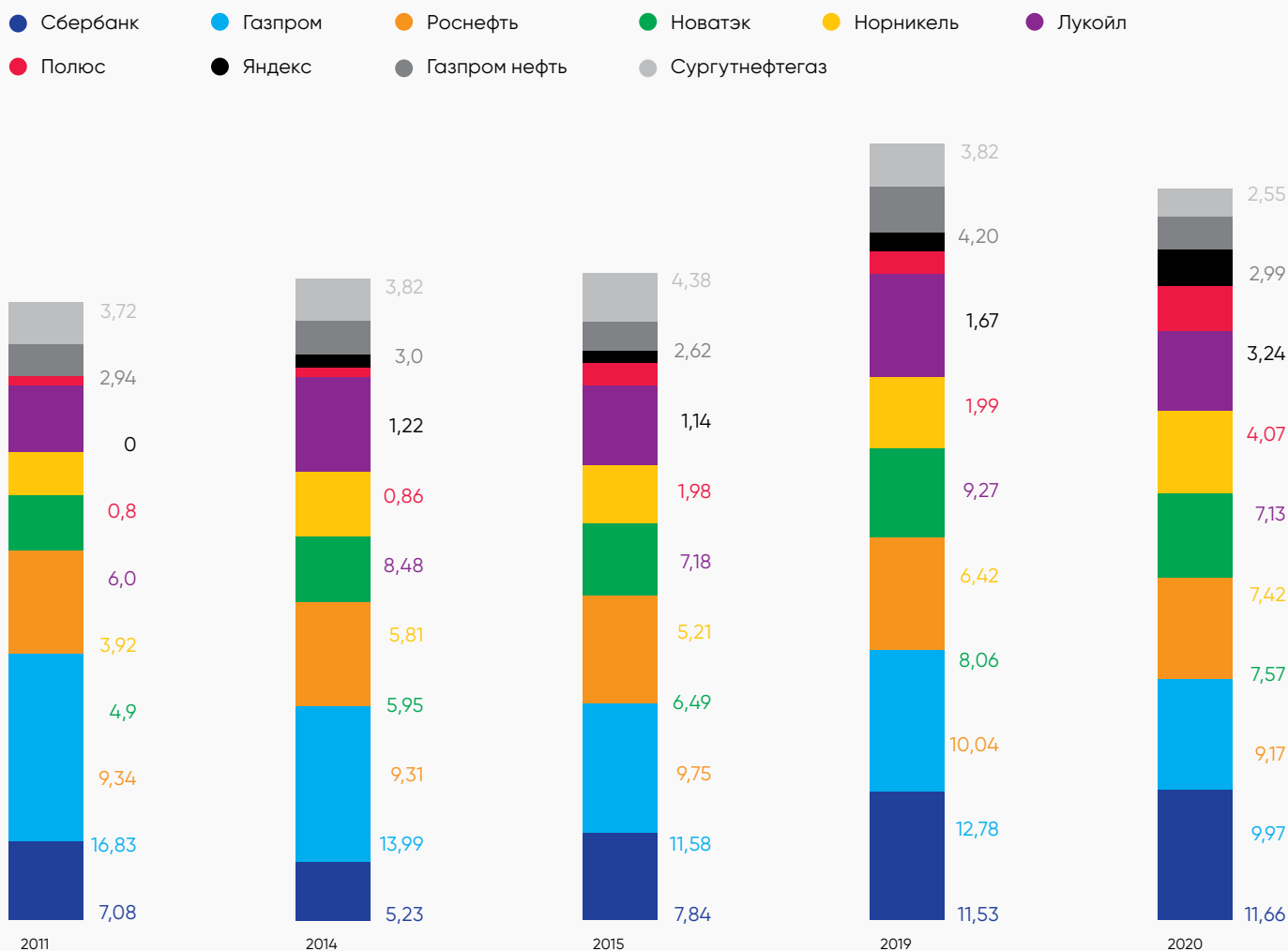
Низкое значение коэффициента free-float напрямую влияет на ликвидность рынка. Небольшой объем ликвидности ограничивает веса таких ценных бумаг во многих индексах крупных международных провайдеров, на значения которых ориентируются большинство крупных институциональных инвесторов, а также снижает инвестиционную привлекательность компании при оценке справедливой стоимости ценных бумаг. Например, один из крупнейших индексных провайдеров MSCI формирует свои индексы, в том числе ориентируясь на показатель free-float при включении акций в базу расчета индексов. В случае снижения значения коэффициента до критической отметки высока вероятность исключения таких бумаг из индекса, что часто приводит к оттоку инвесторов и, как следствие, к снижению рыночной цены бумаг.

Основная часть капитализации российского фондового рынка концентрируется в крупнейших отечественных компаниях с государственным участием – более 46 %

Важной предпосылкой для отказа от вложений в бумаги с низким free-float являются опасения инвесторов в отношении потенциальных нерыночных механизмов ценообразования в случае, если основная доля акций находится в собственности небольшого круга лиц. Низкая ликвидность выступает в роли главного негативного фактора, ввиду потенциального влияния на цены основных акционеров, в то время как на высоколиквидных рынках вероятность такого сценария весьма ограничена.


По итогам 2020 года на компании с государственным участием пришлось 46,4% капитализации российского рынка акций. ТОП-3 по капитализации эмитента также являются госкомпаниями (30,6% капитализации с учетом привилегированных акций), а 5 крупнейших по капитализации эмитентов формируют почти половину капитализации всего рынка акций.

Концентрация капитализации крупнейших эмитентов в Индексе МосБиржи, %



Источник: МосБиржа

Показатели капитализации по крупнейшим российским эмитентам

Эмитент	Капитализация (по итогам 2020 года), трлн руб.	Доля от капитализации рынка акций, %	Госучастие
 ПАО «Сбербанк» обыкновенные + привилегированные	6,1	11,9	
 ПАО «Газпром»	5,0	9,8	
 ПАО «НК „Роснефть“»	4,6	9,0	
 ПАО «НОВАТЭК»	3,8	7,4	
 ПАО «ГМК „Норильский никель“»	3,7	7,3	
 ПАО «ЛУКОЙЛ»	3,6	7,0	
 ПАО «Полюс»	2,0	4,0	
 ПАО «Сургутнефтегаз» обыкновенные + привилегированные	1,6	3,1	
 ЯНДЕКС	1,6	3,2	
 ПАО «Газпром нефть»	1,5	2,9	
ВСЬ РЫНОК	51,43	100	

Источник: МосБиржа

В Индексе S&P 500 преобладают технические компании (47%), в то время как в Индексе МосБиржи таких только 6,6%

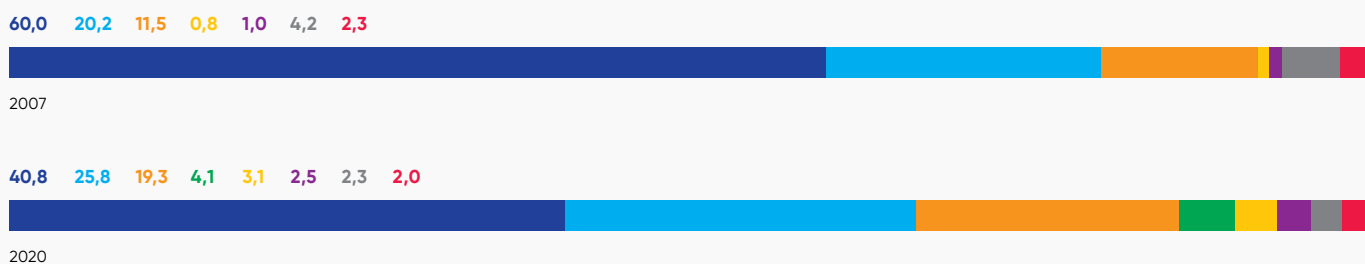
Дисбалансы также наблюдаются в отраслевой структуре фондового рынка, что в целом соответствует структуре отечественной экономики. Несмотря на некоторые положительные тенденции по отраслевой диверсификации фондового рынка в России, основной объем капитализации рынка по-прежнему формируют бумаги нефтегазового, добывающего секторов и банков. Появление относительно значимого IT сектора во многом связано с решением Яндекса в 2014 году выйти на Московскую биржу – к концу прошлого года российский интернет-гигант обеспечил себе 3,2% капитализации всего рынка.

Изменение структуры капитализации индекса, %



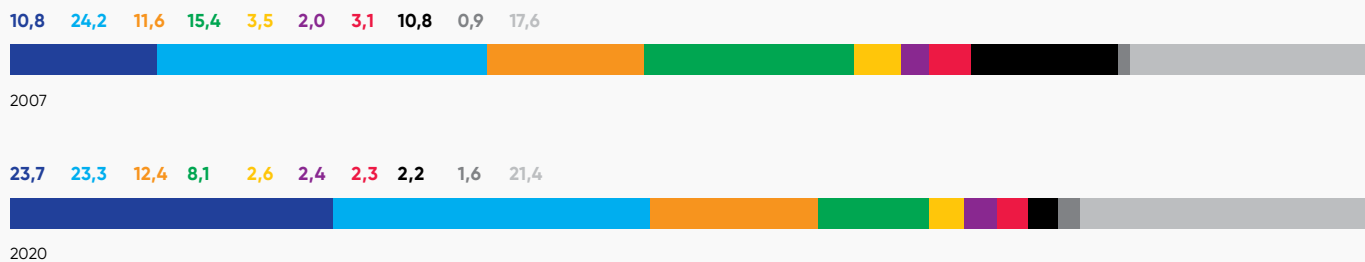
МосБиржа

- Нефтегазовый сектор
- Банки и финансы
- Металлургия
- IT-сектор
- Электроэнергетика
- Торговля/потребовары
- Телекоммуникации
- Другое



S&P500

- IT-сектор
- Торговля/потребовары
- Здравоохранение
- Банки и финансы
- Электроэнергетика
- Строительный сектор
- Телекоммуникации
- Нефтегазовый сектор
- Химия
- Другие



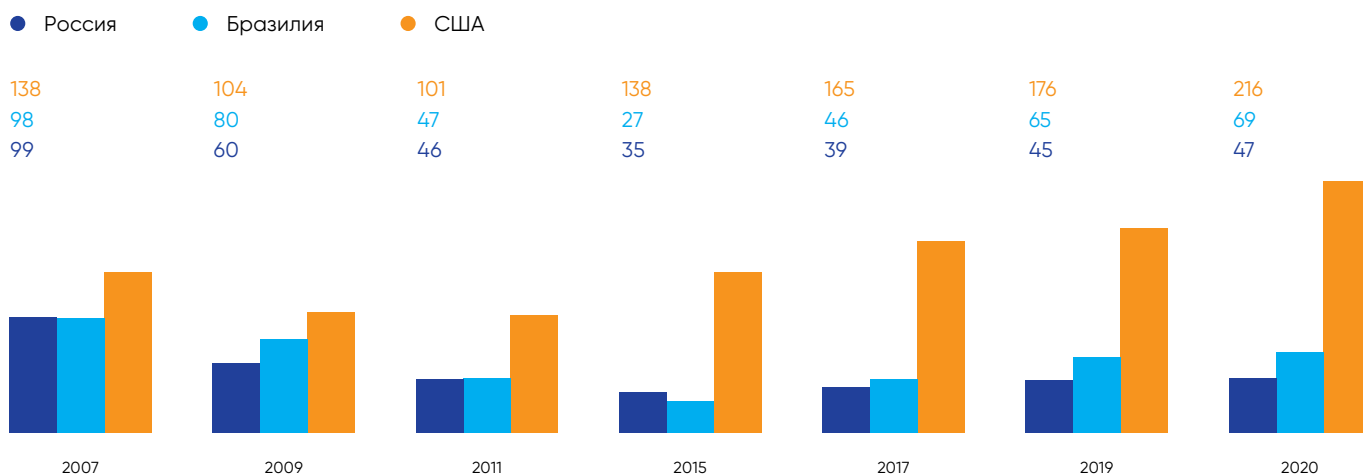
Источник: Thomson Reuters

Для сравнения, в структуре капитализации фондового рынка США на основе индекса S&P 500 преобладает доля технологических компаний, торговли, а также сектора здравоохранения. Например, акции американских торговых (23,3%) и IT компаний (23,7%) формируют 47% капитализации рынка акций, а аналогичные сектора в России – только 6,6% (IT-сектор 4,1%, торговля – 2,5%).

Отраслевая диверсификация является важным условием для улучшения механизмов распределения и перераспределения финансовых ресурсов между экономическими субъектами, повышения привлекательности локального фондового рынка для иностранных инвесторов. Американский рынок в целом более диверсифицирован: на долю ТОП-3 секторов приходится 59,4%, в России – 85,9%.

Возможность диверсификации портфеля ценных бумаг выступает одним из факторов инвестиционной привлекательности фондового рынка. Последние 10 лет капитализация российского рынка акций по отношению к ВВП практически не растет, в отличие от американского рынка. После 2016 года усиливается отставание от показателей рынка Бразилии, который является наиболее близким к России в части размера и уровня развития экономики, отраслевой специализации.

Динамика уровня капитализации акций национальных компаний к ВВП, %



Источник: Всемирный банк, МВФ, Всемирная федерация бирж (WFE), Thomson Reuters

Последствия мирового финансового кризиса привели к значительному снижению доли капитализации российского рынка акций к ВВП с уровней 2007 года (когда зарождающийся финансовый рынок России рос активными темпами). В течение следующих лет среди главных факторов, препятствующих подъему индикатора, оказались антироссийские санкции, повысившие системные риски для крупных иностранных институциональных инвесторов, которые были вынуждены сократить число открытых позиций в российских активах, что также оказало давление на потенциальные темпы экономического роста. Несмотря на санкции и последствия пандемии коронавируса, наблюдался подъем спроса на рискованные активы развивающихся стран (в том числе на акции российских компаний), чему во многом способствовала ультрамягкая политика крупнейших в мире центральных банков. Таким образом, динамика доли капитализации российского рынка акций к ВВП определяется в большей степени спекулятивными факторами, что не способствует в полной мере трансформации финансовых активов в капитальные инвестиции, способствующих качественному социально-экономическому развитию на территории страны.

Российский рынок не порождает «историй успеха»

В последнее десятилетие выход российской компании на IPO на отечественном рынке все больше становится «исключением из правил». Отсутствие благоприятной среды для «доращивания» стартапов до крупных компаний усугубляется структурными ограничениями рынка.

Первичные размещения на Московской бирже в последние годы носят единичный характер

Одним из тревожных сигналов в развитии российского финансового рынка выступило заметное угасание интереса российских компаний к первичному размещению акций (по крайней мере, на внутреннем рынке). У предприятий нет мотивации выходить на российский биржевой рынок (IPO) и инвестировать в рост будущей капитализации. Например, в 2018 году не было проведено ни одной сделки IPO. Помимо внутренних структурных проблем поводом для откладывания сделок на локальном фондовом рынке первичных размещений стало ужесточение санкционной риторики со стороны западных стран – тогда власти США неоднократно выступали с громкими заявлениями о готовящихся серьезных ограничениях в адрес России вплоть до блокировки долларовых расчетов, отключения от системы SWIFT, полного запрета на покупку российского госдолга.

Несмотря на некоторое оживление российского рынка IPO в 2020 году, наиболее крупное первичное размещение проводилось на американской площадке – интернет-ритейлер Ozon выбрал для этого биржу NASDAQ (США). Мотивацией для размещения эмитентом собственных акций на крупных зарубежных биржах выступает продвижение собственного бренда, что в последствии может повысить узнаваемость на других крупных рынках. Также размещение акций на таких специализированных и всемирно признанных биржах как NASDAQ позволяет эмитентам получить доступ к значительным объемам ликвидности и расширить перечень возможных инструментов для финансирования собственных проектов. В целом включение акций компании в котировальные списки крупных международных бирж упрощает взаимодействие с контрагентами.

Интерес отечественных компаний к западным площадкам связан с высокой ликвидностью на этих рынках, огромным количеством инвесторов, что позволит повысить узнаваемость собственного бренда

Тот факт, что на рынке почти не появляются «истории успеха», в том числе связан со следующими факторами:

























- инфраструктурными ограничениями рынка;
- низкой вовлеченностью частных инвесторов;
- высокими рисками инвестирования;
- низкой защищенностью миноритарных акционеров;
- недостаточно развитой конкурентной средой на финансовом рынке.

Инфраструктурные ограничения. Система институциональных инвесторов является одной из инфраструктурных основ развития фондового рынка, призванных выполнять функции финансового посредничества по трансформации сбережений в инвестиции. В России пока можно констатировать низкую концентрацию активов крупных институциональных инвесторов, к которым относятся основные участники рынка коллективных инвестиций (ПИФ, негосударственные пенсионные фонды – НПФ), а также страховые организации. Например, в США совокупные активы пенсионных фондов на IV квартал 2020 г. составляли 25,7 трлн долл. или около 119% к годовому номинальному ВВП. Причем возможности инвестирования у институциональных инвесторов в США достаточно широкие. Для сравнения, в России, по данным Банка России, за 9 месяцев 2020 года активы НПФ составляли 4,6 трлн руб. (около 57,7 млрд долл.), а инвестиционный портфель Пенсионного Фонда Российской Федерации в целом за 2020 год составил 1,97 трлн руб. В сумме – не более 6% ВВП. В России возможности инвестирования у институциональных инвесторов достаточно ограничены, в том числе ввиду действующего законодательства, устанавливающего правила инвестирования средств НПФ.

Все вышеперечисленные факторы лишь усугубляют основную проблему, связанную с отсутствием благоприятной среды для «дорастивания» стартапов до крупных компаний, что выражается в дорогом и часто недоступном финансировании, слабом институте поддержки венчурных инвестиций, являющихся основой для появления новых технологических компаний.

Совокупные активы пенсионных фондов США за 2020 год составили 25,7 трлн долл., тогда как активы НПФ России составляют менее 60 млрд долл.

Динамика первичных размещений ценных бумаг российских компаний

	Число российских компаний, вышедших на IPO	Объем привлеченных средств, млрд долл.	в т.ч. число российских компаний, вышедших на IPO только на зарубежной бирже	Объем привлеченных средств на зарубежной бирже, млрд долл.
2007	30	 36,2	13	 10,2
2008	4	 1,9	1	 0,45
2009	3	 0,23		
2010	13	 5,4	5	 3,9
2011	5	 2,5	5	 2,5
2012	5	 2,5	3	 0,6
2013	7	 3,2	3	 1,4
2014	1	 0,95	1	 0,95
2015	4	 0,5		
2016	3	 0,75	1	 0,065
2017	4	 2	1	 1,5
2018	–	–	–	–
2019	1	 0,2	1	 0,2
2020	4	 1,7	2	 1,1

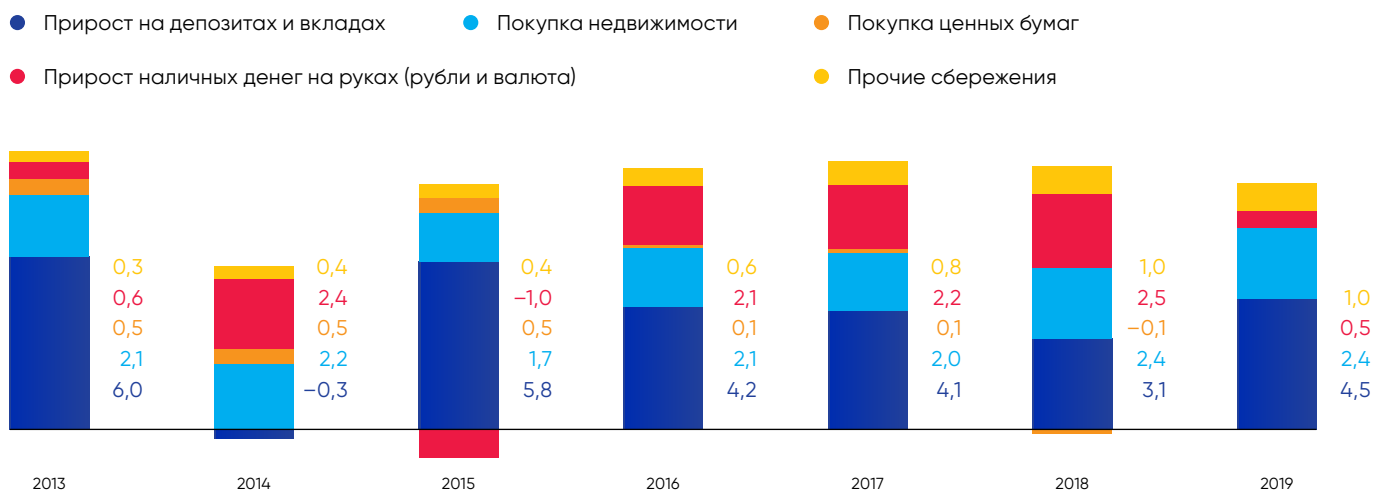
Источник: Cbonds (Preqveta)

Необходимо использовать сложившиеся «окно возможностей» для трансформирования российского финансового рынка

На протяжении последних лет регулярно поднимается вопрос низкой вовлеченности частных инвесторов в работу финансового рынка. Большой объем накопленных (не инвестируемых) средств граждан в виде наличных денег ограничивает потенциал для более высоких темпов роста российской экономики. Одновременно в условиях сохранения западных санкций крупнейшие компании вынуждены искать внутренние источники финансирования собственных проектов. В таких условиях повышается необходимость выработки новых качественных и безопасных механизмов привлечения частных инвесторов на финансовый рынок, на котором интересы инвесторов при этом будут в полной мере защищены.

На протяжении длительного времени структура сбережений российских граждан практически не менялась – основную долю всегда занимали банковские вклады. Кроме того, по данным Росстата, на конец 2020 года объем сбережений в виде наличных денег на руках населения составлял 13,2 трлн руб. Этот огромный объем средств, который не попадает в реальную экономику, лишая ее важного источника долгосрочных инвестиционных ресурсов, способных оказать дополнительный мультипликативный эффект социально-экономическому развитию Российской Федерации.

Компоненты сбережений населения Российской Федерации, % к денежным доходам



Источник: Росстат

Преобладание банковских депозитов в динамике сбережений россиян отчасти обусловлено мерами Банка России, укрепившими надежность банковской системы (в том числе стабильностью функционирования системы страхования вкладов), а также исторически низким доверием к небанковским финансовым институтам из-за недобросовестного поведения некоторых участников рынка, низкой прозрачности функционирования финансового рынка. Преобладание вложений в депозиты и покупку недвижимости до последнего времени также было связано с длительным сохранением высоких процентных ставок в экономике, что ретранслировалось на доходности банковских вкладов. Кроме того, важным фактором доминирования банковских депозитов и операций с недвижимостью над другими составляющими структуры сбережений являлась недостаточно высокая финансовая грамотность населения. Для среднестатистического гражданина процедура выхода на финансовый рынок в качестве частного инвестора является достаточно сложной, поскольку отсутствует понимание преимуществ и недостатков доступных финансовых инструментов, а также потенциальных рисков.

Однако в последнее время складываются наиболее благоприятные экономические предпосылки для эволюции российского финансового рынка и значительного повышения роли частного инвестора в инвестициях в реальную экономику.

Во-первых, в последние 5 лет последовательно реализовывались совместные мероприятия Правительства Российской Федерации, Банка России и крупнейших в стране высших финансово-экономических учебных заведений по повышению финансовой грамотности населения, созданию специальных инструментов для физических лиц, направленных на расширение инструментов инвестирования собственных сбережений для домохозяйств, например, ОФЗ-Н, индивидуальный инвестиционный счет (ИИС).

За 2020 год на МосБирже почти 5 млн чел. открыли брокерские счета, что в сумме больше, чем за все предыдущие годы

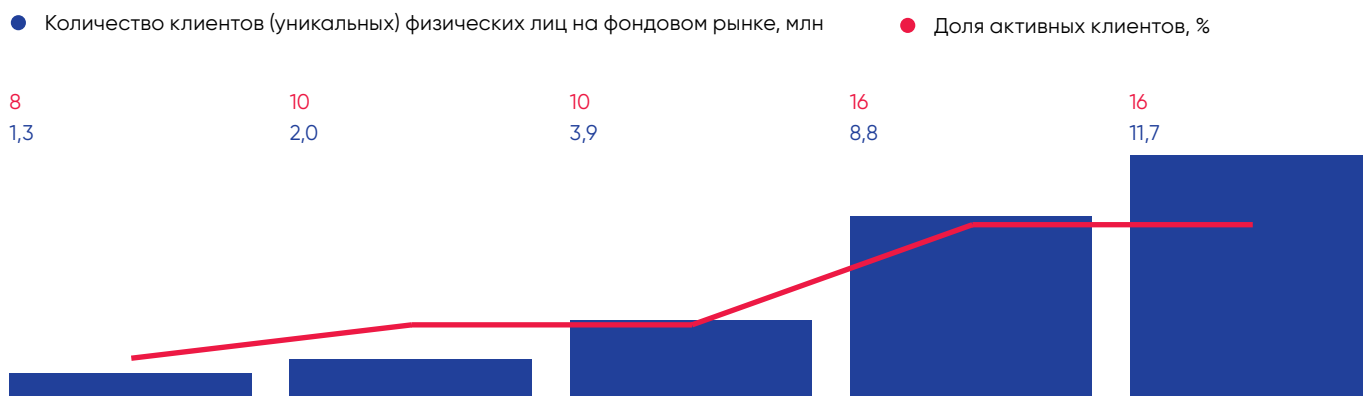
С конца I полугодия 2019 года Банк России постепенно снижал ключевую ставку, в результате чего ставки в экономике опустились на исторические минимумы, особенно в период пандемии коронавируса 2020 года. Снижение ключевой ставки неминуемо затронуло и доходности по главным инструментам сбережения россиян – банковским депозитам. В частности, средняя максимальная процентная ставка по рублевым вкладам 10 крупнейших российских банков с июня 2020 года стабильно удерживается ниже уровня 5%.

Таким образом, совокупность факторов, в том числе новые монетарные условия в стране, стимулировали поиск со стороны граждан более доходных инвестиционных инструментов как альтернативы банковским вкладам, реальная доходность которых существенно уменьшилась.

Текущая ситуация предоставляет редкую возможность для формирования новой культуры отношения к российскому фондовому рынку – перехода от его восприятия как рискованного инструмента к отношению, как к институту сохранения личного капитала. В целом за 2020 год, согласно информации МосБиржи, брокерские счета открыли почти 5 млн чел. – больше, чем суммарно за все предыдущие годы. А по итогам января–апреля 2021 г. прирост составил еще 2,9 млн. В результате к началу мая количество физических лиц, имеющих брокерские счета на Московской бирже, достигло 11,7 млн.

Несмотря на явные позитивные тенденции, уровень вовлечения частных инвесторов на финансовый рынок пока достаточно низок, особенно в сравнении с развитыми странами.

Динамика притока физических лиц на Московскую Биржу

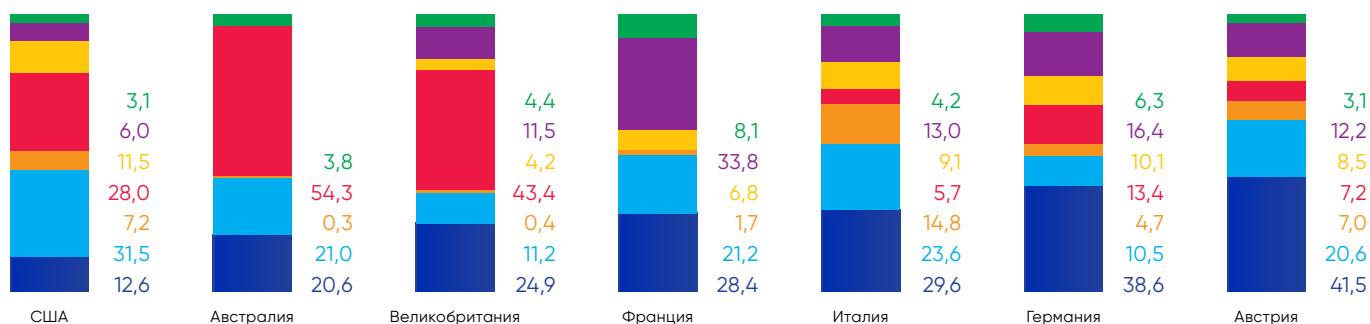


Источник: МосБиржа

Например, в структуре финансовых сбережений населения в США, Австралии, Великобритании в значительной степени преобладают такие инструменты, как акции, облигации, паи инвестиционных фондов и различные инструменты страхового сектора. Структура сбережений обусловлена моделью функционирования рынка, ориентированной на классические рыночные механизмы (Market-Based). В рамках этой модели традиционно преобладают различные долевыми инструментами в связи с тем, что многие компании нацелены на публичное размещение собственных акций. Граждане этих стран также проявляют высокий спрос на услуги пенсионных фондов (в среднем по этим странам – 41,9% от сбережений), осуществляющих управление индивидуальными пенсионными накоплениями граждан. Такими фондами могут быть как частные, так и государственные участники рынка в зависимости от особенностей законодательства страны. При этом доля средств домохозяйств на банковских счетах в виде валюты и депозитов относительно небольшая – в среднем 19,4%.

Компоненты сбережений населения в отдельных странах (среднее за 2005–2019 гг.), % от совокупных финансовых активов

- Валюта депозиты
- Акции и другие долевыми бумаги
- Другие ценные бумаги, кроме акций
- Пенсионные средства
- Средства взаимных фондов
- Страхование жизни
- Иные активы



Источник: ОЭСР

В развитых экономиках структура финансовых сбережений населения в значительной степени диверсифицирована

Даже страны континентальной Европы, которые традиционно относятся к странам с так называемой моделью «Bank-Based», ориентированной на банковский сектор, демонстрируют умеренную долю банковских вкладов в структуре сбережений населения. По данным ОЭСР, во Франции, Италии, Германии и Австрии совокупная доля средств населения в валюте и депозитах занимает в среднем около 34,5%, при том что по другим финансовым инструментам наблюдается довольно диверсифицированная структура. Например, высоким спросом пользуются продукты страховых компаний, такие как страхование жизни (18,8%).

Принимая во внимания последние финансово-экономические тенденции, можно выделить следующие потенциально эффективные меры, которые могли бы повысить уровень вовлечения населения на российский финансовый рынок:

- расширение перечня специальных финансовых продуктов для населения, внедрение ИИС 3 типа;
- создание отдельных сегментов или/и торговых площадок, ориентированных на МСП;
- проработка концепции создания отдельной торговой площадки для стартапов;
- создание отдельного института финансового рынка, ориентированного на поддержку эмитентов в процессе эмиссии инструментов;
- повышение доступности качественной аналитики (в том числе отраслевой) для частных инвесторов с целью повышения доли долгосрочных инвестиций, в том числе в «молодые» компании на финансовом рынке;
- совершенствование законодательства, регламентирующего состав портфелей таких крупных институциональных инвесторов, как НПФ. Более гибкие подходы к инвестированию в паре с дальнейшим расширением внутреннего риск-менеджмента позволят дополнительно привлечь средства фондов на финансовый рынок.

Предложения по развитию финансового рынка в России

Расширение линейки финансовых продуктов для населения

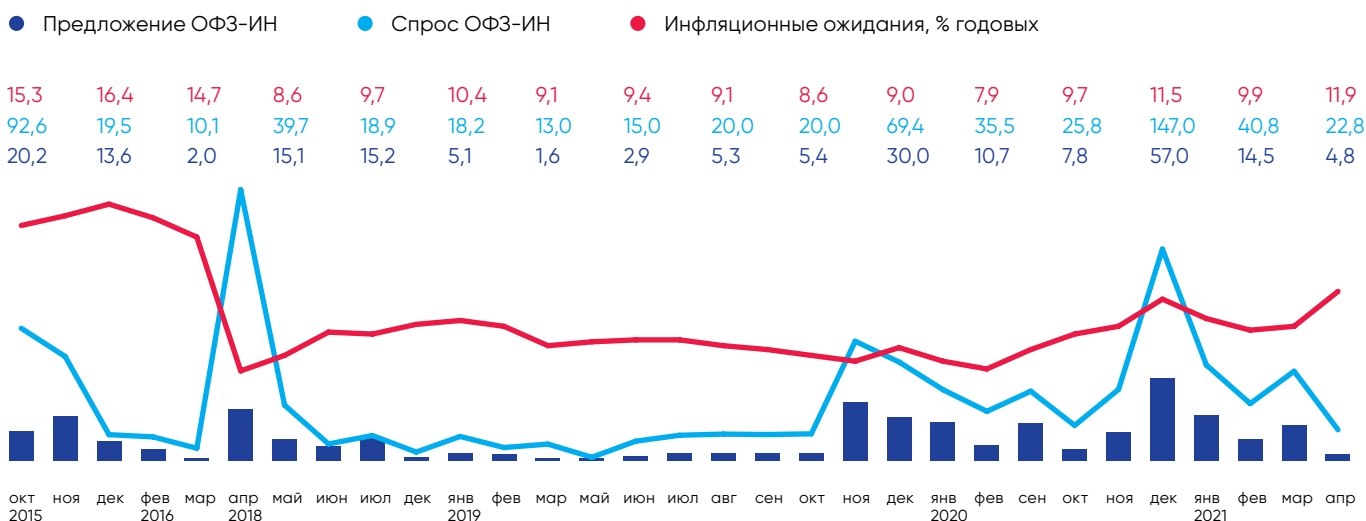
В настоящее время на внутреннем рынке существует достаточное количество потенциальных эмитентов, заинтересованных в привлечении финансирования на рыночной площадке. При этом инвестиционный потенциал населения подтверждается не только объемом банковских вкладов, но и активным притоком средств инвесторов на фондовый рынок в целях получения более высокой доходности в период низких процентных ставок. Таким образом, целесообразно рассмотреть возможность по расширению перечня доступных для широкого круга частных инвесторов таких инструментов с фиксированной доходностью как облигации, эмитентами которых выступают крупные государственные компании, а также компании с государственным участием, а дистрибуция может осуществляться через крупные банки-агенты (по аналогии с ОФЗ-Н).

Помимо того, что облигации для инвестора схожи по своей природе с депозитом, но при этом обладают более высокой доходностью по сравнению с банковскими продуктами, дополнительным фактором надежности выступает финансовая устойчивость эмитента в лице государства. Купонные выплаты по своим принципам аналогичны процентным платежам по вкладам, однако большинство эмитентов облигаций устанавливают квартальную периодичность выплат. Кроме того, облигации предусматривают выплату номинального размера облигации вместе с последним купоном в период погашения инструмента.

Крупные государственные корпорации не редко становятся эмитентами достаточно крупных выпусков облигаций, направленных на финансирование конкретного проекта, представляющего интерес для развития всей экономики в целом. Например, в середине 2019 года ГК Ростех объявила о планах по привлечению до 100 млрд руб. для реализации гражданских проектов за счет выпуска облигаций со сроком до 15 лет.

Популяризация облигаций крупных компаний с государственным участием может стать первым этапом к повышению доверия населения к рынку ценных бумаг и позволит в какой-то мере использовать особенность российского рынка (как рынка с преобладанием госкомпаний) в качестве преимущества. Этому будут способствовать крайне низкие риски со стороны эмитента, что нивелирует возможность потери собственных вложений частными инвесторами.

Динамика спроса ОФЗ-ИН и инфляционных ожиданий, млрд руб.



Источник: Минфин России, Банк России

Спрос на гособлигации с инфляционным покрытием демонстрирует рост по мере увеличения инфляционных ожиданий. Так, за 2020 год спрос на ОФЗ-ИН вырос за год на 50 % при подъеме инфляционных ожиданий до 11,5 % (после 8,3 % в начале года)

Одним из значимых рисков в процессе инвестирования выступают инфляционные риски, которые по-прежнему являются актуальными для любого российского инвестора. На локальном рынке уже существуют специализированные государственные облигации с индексируемым номиналом на уровень инфляции (ОФЗ-ИН), популярность которых в последнее время возрастает. Однако основными покупателями таких инструментов традиционно являются профессиональные участники рынка, такие как банки, инвестиционные и страховые компании, инвестиционные фонды и иные финансовые институты. Учитывая высокую заинтересованность розничных инвесторов в более доходных инвестиционных инструментах, а также существование специальных гособлигаций для физических лиц (ОФЗ-Н), дистрибьютором которых выступают банки-агенты, можно ожидать высокого интереса частных инвесторов и к народным «инфляционным» облигациям.

Стоит отметить, что крупные институциональные инвесторы начали с большим интересом участвовать в первичных размещениях государственных облигаций с индексируемым на уровень инфляции номиналом. Спрос на аукционах Минфина России на ОФЗ-ИН растет по мере подъема инфляционных ожиданий. Согласно оценкам Банка России, инфляционные ожидания к декабрю 2020 г. повысились до 11,5 % по сравнению с 8,3 % в начале года, а к апрелю 2021 г. достигли 11,9 % – максимума с 2017 г. В целом за 2020 год совокупный спрос на «инфляционные» облигации составил 438,7 млрд руб., что более чем на 50 % превышает показатель 2019 года, а в I квартале 2021 г. – 171,3 млрд руб., что почти в 2 раза превысило показатель аналогичного периода прошлого года. Повышение привлекательности этих облигаций происходило по мере адаптации участников рынка к новому типу финансового инструмента, управление рисками которого отличается от классических ОФЗ с фиксированным купонным доходом (ОФЗ-ПД).

Дальнейшее расширение линейки различных типов ОФЗ для розничных инвесторов, в том числе с индексируемым номиналом на уровень инфляции, продаваемых через банки-агенты, пользующихся доверием у населения, может дополнительно повысить интерес к инструментам с фиксированной доходностью среди российских граждан.

Важно также стимулировать спрос частных инвесторов к ипотечным ценным бумагам и инфраструктурным облигациям. Такие бумаги обладают привлекательной доходностью по сравнению с ОФЗ, при том, что риски по таким финансовым продуктам достаточно ограничены (такие крупные эмитенты как ДОМ.РФ оставляют свое поручительство).

Одним из направлений стимулирования частных инвестиций в новые финансовые инструменты может стать дальнейшее развитие системы индивидуальных инвестиционных счетов (ИИС), предусматривающих налоговые льготы, благодаря которым доходность от инвестирования сбережений существенно возрастает. Появление ИИС III типа (комбинация характеристик ИИС I и II типа) станет важным шагом для формирования в России нового канала долгосрочного инвестирования. На текущий момент большинство граждан строят свои инвестиционные стратегии на перспективу нескольких лет, и значительное увеличение временного горизонта инвестирования (срочность ИИС нового типа предполагается не менее 10 лет) может способствовать эволюционированию инвестиционного поведения граждан.

Создание специальных биржевых площадок, ориентированных на небольшие компании и сектор МСП

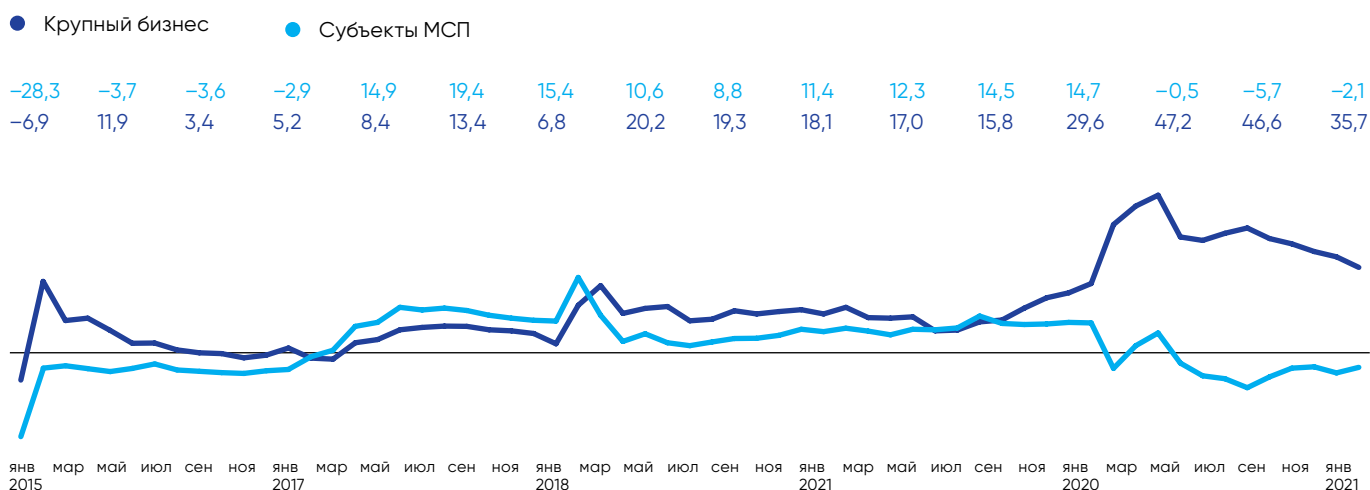
В условиях сохраняющихся опасений очередного ухудшения ситуации с пандемией, а также санкционного давления все больше возникает необходимость в создании отдельной рыночной площадки, предназначенной для торговли финансовыми продуктами, эмитентами которых выступают субъекты МСП. На территории Российской Федерации в настоящий момент действуют различные программы поддержки субъектов МСП, подразумевающие предоставление льготного финансирования и условий, однако масштабы таких программ ограничены, что не позволяет в полной мере задействовать имеющиеся ресурсы для стимулирования деловой активности в стране.

Кредитование сектора МСП в период пандемии коронавируса в 2020 году сократилось на 2,1%, тогда как выдача кредитов крупному бизнесу подскочила на 35,7%

Ограниченный доступ к финансовым ресурсам для некрупного бизнеса является одним из главных препятствий для стабильного экономического роста. Особенно сильно потребность ряда компаний в дополнительной ликвидности наблюдалась в прошлом году в период введения коронавирусных ограничений. Локдаун затронул практически все отрасли, а особенно пострадала сфера услуг, которая представлена преимущественно субъектами МСП.

Динамика кредитования МСП в прошлом году ухудшилась. По данным Банка России, по итогам 2020 года объем выданных кредитов субъектам МСП сократился на 2,1% в годовом выражении до 7,6 трлн руб. Для сравнения, выдача кредитов крупному бизнесу за этот же период подскочила на 35,7%.

Динамика выдачи банковских кредитов компаниям-резидентам (накопленным итогом с начала каждого года), % в годовом выражении



Источник: Банк России

Показатели демографии в секторе МСП также свидетельствовали об ухудшении положения малого и среднего бизнеса в России. Согласно данным ФНС России (из данных Единого реестра субъектов МСП), к маю 2021 г. количество субъектов МСП сократилось почти на 3,4% в годовом выражении, до 5,8 млн.

Все это не позволяет авансировать будущий рост бизнеса и существенно «сжимает» тот потенциал экономического роста, который могли бы дать субъекты МСП (международный опыт свидетельствует, что МСП выступает локомотивом роста экономики, обеспечивая также рост благосостояния граждан). То есть выход российской экономики на траекторию устойчивого роста будет во многом зависеть от состояния сектора МСП.

22% малых и средних компаний завершили 2020 год с убытками

Чтобы смягчить проблему с низкой обеспеченностью сектора МСП источниками финансирования, необходимо расширять перечень специальных продуктов для МСП, включая инфраструктурные ценные бумаги, отраслевые продукты и прочие специальные инструменты, заточенные под нужды отдельных категорий бизнеса.

Принципы функционирования бизнеса МСП отличаются от крупных компаний, что выражается не только в потенциальных рисках финансовой устойчивости, но и в возможностях генерации прибыли. Согласно исследованию Промсвязьбанка, проведенного совместно с «Опорой России» и агентством Magram Market Research, 2020 год около 22 % компаний субъектов МСП завершили с убытками.

При этом чтобы решить проблему, стимулировать создание нового бизнеса недостаточно – важно обеспечить высокий уровень «выживаемости» перспективных стартапов, а также дальнейшую акселерацию и помощь в выходе на финансовый рынок.

В «Секторе Роста» объем размещений с 2018 по 2020 год вырос более чем в 9 раз, однако его доля во всем рынке облигаций МосБиржи остается незначительной

В таких условиях повышается актуальность создания института, способного брать на себя риски по проектам, являющихся наиболее перспективными для отечественной экономики. В рамках подобного механизма должны быть задействованы совершенно иные процедуры риск-менеджмента, так как традиционные подходы не подходят для оценки венчурных инвестиций. Совокупность новых подходов должна способствовать появлению особых инструментов поддержки венчурных компаний, которыми, например, могут стать льготные беззалоговые кредиты под максимально низкие процентные ставки с возможностью отсрочки платежа, а также специализированные долгосрочные долговые финансовые инструменты с особыми условиями, торговля которыми может осуществляться на специальных торговых площадках.

В отличие от действующих институтов поддержки сегмента МСП, которые осуществляют преимущественно целевое кредитование под льготные ставки по сравнению с среднерыночными банковскими условиями, основной целью нового института поддержки должно стать стимулирование субъектов МСП использовать рыночные методы привлечения капитала, что подразумевает тесное взаимодействие с менеджментом малых и средних компаний по прохождению всех необходимых процедур эмиссии ценных бумаг. Кроме того, новая структура может выкупать часть выпуска инструментов в рамках своего бюджета, тем самым стимулируя спрос со стороны других участников рынка на такие бумаги, а также беря на себе некоторые рыночные риски.

Помимо поддержки венчурных компаний на этапе развития и реализации проекта, важным элементом является дистрибуция продукции заинтересованным участникам рынка. Таким образом, в рамках института поддержки венчурного инвестирования необходима проработка механизмов «сведения» небольших технологических организаций с крупными компаниями, которые могут быть заинтересованы в сотрудничестве. Другими словами, институт поддержки должен осуществлять сопровождение деятельности на этапе стартапа или проектной команды до состояния устойчивой и платежеспособной компании.

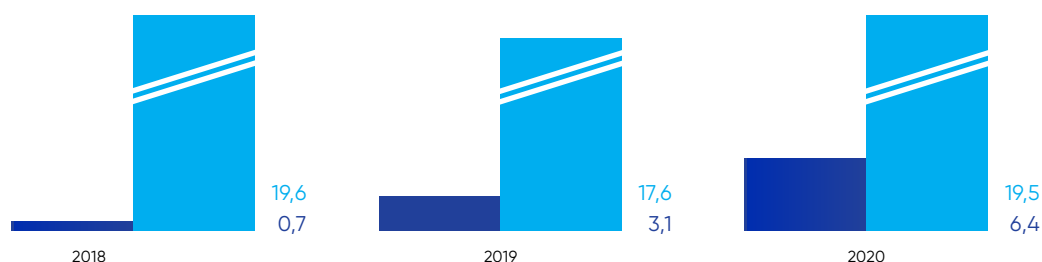
Например, на базе Московской Биржи существует «Сектор Роста», основной задачей которого является содействие привлечению инвестиций компаниями малой и средней капитализации, однако количество эмитентов по-прежнему небольшое – зарегистрировано 58 эмитентов, из которых 42 относятся к субъектам МСП.

Для размещения ценных бумаг на бирже к эмитентам предъявляются следующие требования:

- срок существования эмитента не менее 3 лет;
- объем выручки не менее 120 млн руб.;
- максимальное значение выручки не более 10 млрд руб. для эмитентов облигаций и не более 25 млрд руб. для эмитентов акций;
- минимальный объем выпуска облигаций – 50 млн руб.;
- наличие рейтинга или поддержки от институтов развития (поручительство от Корпорации МСП, «якорные» инвестиции от МСП Банка).

Объем размещений облигаций на площадке МосБиржи – «Сектор Роста»

● Сектор Роста, млрд руб. ● Весь рынок облигаций МосБиржи (размещения/выкуп), трлн руб.



Источник: МосБиржа

Приоритетными являются эмитенты, демонстрирующие рост финансовых показателей, промышленные компании, организации с экспортной выручкой, а также получившие поддержку Корпорации МСП, МСП Банка, ФРП, РЭЦ, РФПИ.

Некоторые из требований нельзя отнести к доступным, например, – лимиты по объему выпуска. Малым предприятиям зачастую могут быть необходимы более низкие объемы эмиссии для успешного развития и поддержания устойчивости собственного бизнеса.

Помимо «Сектора Роста» на Московской Бирже существуют и другие сектора, направленные на привлечение некрупных эмитентов, относящихся к определенному сектору экономики – «Рынок инноваций и инвестиций (РИИ)», «Сектор устойчивого развития». Однако эти сектора также не обладают большой популярностью. Крупные площадки как Московская Биржа интересны в первую очередь крупным эмитентам, желающим привлечь значительные объемы финансирования.

Одним из ключевых условий развития отечественного рынка является создание отдельных специализированных площадок для небольших компаний

Таким образом, одним из позитивных шагов в направлении улучшения условий российского финансового рынка может стать развитие альтернативного рынка, ориентированного на небольшие компании, низкие объемы торгов с более доступными условиями для листинга ценных бумаг. Такие площадки могут создать для всех эмитентов различных отраслей конкурентные условия.

В связи с этим возможно создание специализированных торговых площадок с собственной торговой системой, риск-менеджментом и иной инфраструктурой для осуществления торгов. Помимо создания отдельной биржи существует необходимость создания отдельного института поддержки («Центра поддержки») эмитентов, способного взять на себя организацию всех необходимых процедур для эмиссии ценных бумаг и упрощения процесса для субъектов МСП, не обладающих знаниями и ресурсами для подготовки к листингу и его поддержания. Необходимость внедрения подобного механизма подтверждает и Банк России. (см. Приложение)

Механизм функционирования центра поддержки:

1. Торговая площадка наделяет «Центр» специальным статусом листингового агента, что фактически позволяет передать функции по проверке эмитентов на аутсорсинг.
2. Эмитенты подают заявку на сопровождение в Центр.
3. «Центр» проводит аудит эмитента и готовит всю необходимую документацию.
4. Эмитент размещает ценные бумаги на бирже.
5. После допуска к торгам участники получают возможность приобретения ценных бумаг.

Важным решением для стимулирования инвестиций в подобные бумаги может стать обеспечение возможности инвестирования средств НПФ, страховых организаций, государственных корпораций в ценные бумаги субъектов МСП, прошедших процедуру аудита «Центром». Также со стороны регуляторов может потребоваться проработка вопросов предоставления налоговых льгот, вычетов, пониженных ставок для компаний, воспользовавшихся услугами «Центра». Создание «Центра» и торговой площадки может быть организовано на базе одного или нескольких крупных государственных институтов развития, обладающих значительными ресурсами для разработки и поддержания необходимой торговой инфраструктуры. В первую очередь, реализация подобных реформ подразумевает внесение корректировок и проработок в действующее финансовое законодательство, что позволит закрепить за новым «институтом поддержки» определенный функционал и соответствующие льготы. Кроме того, важным моментом должно являться и смягчение требований (проработка более сбалансированных механизмов) для профессиональных участников и банков в части рисков инвестирования в инструменты небольших компаний.

Повышение информационного покрытия рыночных секторов и повышение доступности качественной аналитики для частных инвесторов

Организация эффективного инвестиционного процесса невозможна в условиях отсутствия должного информационного покрытия. Основными пользователями аналитических услуг являются крупные институциональные инвесторы, обладающие соответствующими ресурсами для поддержания штата квалифицированных специалистов, осуществляющих анализ различных отраслевых сегментов. Как правило, доступ к информационно-аналитическим исследованиям предоставляется клиентам инвестиционных компаний и банков, пользующихся брокерскими и иными финансовыми услугами, однако для многих физических лиц, заинтересованных в инвестировании на фондовом рынке, такого рода услуги зачастую недоступны из-за их высокой стоимости.

Потенциальным выходом из этой ситуации может стать расширение информационного покрытия со стороны организаторов торгов. На данный момент биржи публикуют в открытом доступе информацию о динамике различных индексов, инструментах фондового, валютного, денежного и срочного рынков, однако такие данные больше подходят для опытных инвесторов. К дополнительным источникам информации также относятся различные интернет-порталы для инвесторов, однако достоверность некоторых данных может быть сомнительной из-за различных подходов к оценке, а рекомендации могут не подходить для начинающих инвесторов.

Стоит отметить, что Московская Биржа постепенно повышает прозрачность и доступность информации о торгуемых инструментах. В то же время в публичном доступе и в удобном формате отсутствует расширенная информация о компаниях (например, краткая историческая справка, инвестиционные проекты, влияющие на стоимость ценных бумаг, структурированная информация об отчетности компании), ситуации в соответствующих отраслях, расчетных показателей инвестиционной привлекательности. Эту функцию могли бы выполнять специальные торговые площадки, заточенные под эмитентов МСП (см. Предложение 2) – помимо качественного аналитического продукта они могли бы оказывать комплексную услугу по «знакомству» потенциальных инвесторов с новыми эмитентами, организовывать роуд-шоу.

Разработка подобных информационно-аналитических порталов на базе организаторов торгов, доступных в открытом доступе для широкого круга инвесторов, позволит заинтересованным лицам получить независимое представление о ситуации на финансовом рынке, снизить страх инвестирования. В целом тесное сотрудничество крупнейших российских торговых площадок, профессиональных ассоциаций и регуляторов необходимо для расширения информационно-аналитического покрытия финансового рынка для широкого круга заинтересованных лиц, что также является важной составляющей повышения финансовой грамотности и интереса физических лиц к операциям на финансовом рынке.

Безусловно, проводить прямые сравнения российского финансового рынка с лучшими примерами из зарубежной практики не совсем корректно – наш рынок пока находится в начале этого пути. Именно поэтому так важно вовремя заложить фундамент наиболее перспективных направлений развития. Существующие законодательные и конъюнктурные ограничения не позволяют в полной мере задействовать накопленный потенциал, что требует выработки принципиально новых механизмов, способствующих эффективной трансформации накоплений в инвестиции в целях развития экономики

Приложение. Международный опыт создания площадок для эмиссии ценных бумаг субъектов МСП

Nasdaq (США)

Одним из пионеров, создавших торговую площадку для компаний малой капитализации, стала американская биржа Nasdaq (National Association of Securities Dealers Automated Quotations). В частности, в структуру биржи входят два рынка: Nasdaq National Market и Nasdaq SmallCap Market. Рынок малой капитализации подразумевает льготные условия для листинга, к которым относятся «мягкие» требования по финансовому состоянию эмитента, корпоративному управлению, тарификации и т.д. Более того, по мере развития и расширения торгуемые ценные бумаги этих компаний могут быть переведены в основную секцию торгов, открывая возможности для операций на более ликвидной секции торговой площадки.

В 2017 году была запущена программа Nasdaq Ventures в качестве подразделения биржи для поиска, инвестирования и сотрудничества в области новых технологий и передовых решений. Биржа ориентируется на инвестиции в инновационные компании, задействованных в таких передовых темах как Big Data, искусственный интеллект (AI), блокчейн технологии и другие цифровые активы, развитие рыночной инфраструктуры, новые рынки, ESG-инвестиции.

Помощь небольшим компаниям осуществляет специализированная компания – Центр предпринимательства (Nasdaq Entrepreneurial Center), основанный в 2014 году. При поддержке Образовательного фонда Nasdaq, Центр консультирует предпринимателей из разных стран посредством наставничества, обучения и поддержки. Кроме того, Центр предоставляет предпринимателям информационно-аналитическую поддержку, а также содействует в привлечении необходимых ресурсов для запуска и дальнейшего расширения бизнеса.

Количество торгуемых ценных бумаг на бирже Nasdaq



Источник: Всемирная федерация бирж (WFE)

Alternative Investments Market (Великобритания)

На базе Лондонской фондовой биржи (LSE) с 1995 года функционирует биржевая площадка AIM, целью которой является предоставление площадки для финансирования новых и растущих компаний. Первоначально AIM создавалась для британских компаний, однако впоследствии число привлекаемых участников существенно возросло. С 2005 года AIM превратился в один из центральных биржевых площадок Европы.

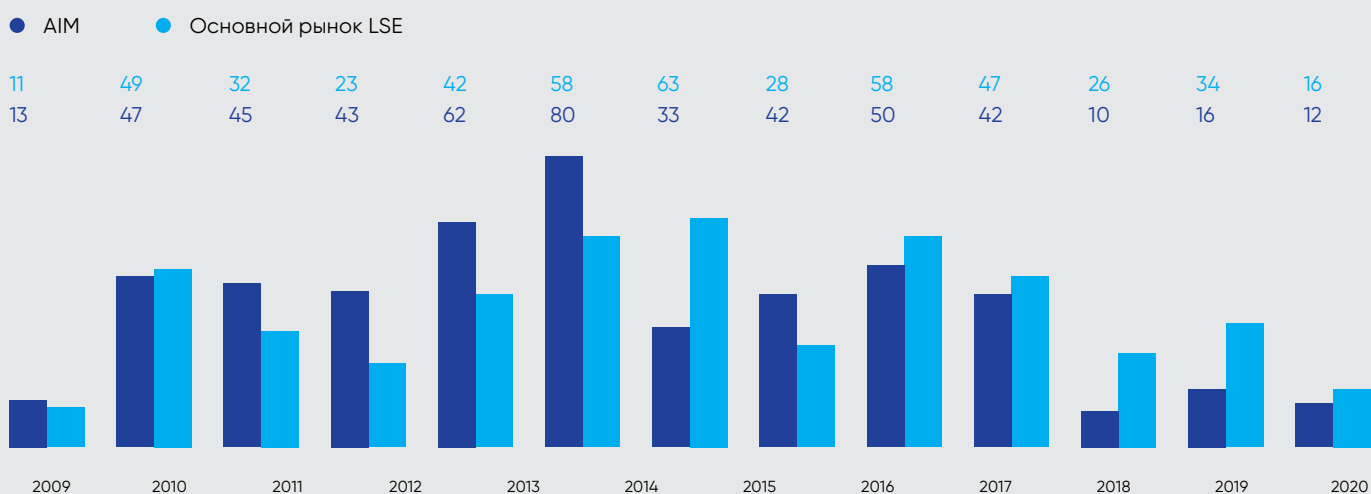
Преимущества AIM:

- отсутствует требование о минимальной рыночной капитализации;
- отсутствует требование об истории основной деятельности;
- отсутствует требование относительно обязательного процента акций в публичном владении;
- отсутствует необходимость получать предварительную санкцию акционеров на большинство сделок;
- наличие уполномоченного консультанта обязательно.

Площадка AIM является более привлекательной для небольших и растущих компании в связи с низкими минимальными требованиями, предъявляемыми эмитенту, желающему разместить на бирже свои бумаги:

- акции не должны иметь ограничений на свободное обращение и должны иметь возможность быть предложенными неопределенному кругу лиц;
- отчетность по US GAAP, UK GAAP или международным стандартам бухгалтерской отчетности;
- эмитент должен продемонстрировать достаточность оборотного капитала как минимум в течение 12 месяцев после допуска к торгам;
- наличие подтвержденной аудитором финансовой отчетности по международным стандартам за три последних года.

Динамика первичных размещений (IPO) на рынках Лондонской фондовой бирже (LSE), ед.



Источник: LSE



Контакты

НО Фонд «Центр стратегических разработок» (ЦСР)

Москва, 125009, Газетный пер., 3–5 стр. 1, 3 этаж

Тел: +7 (495) 725-78-06

Факс: +7 (495) 725-78-14

E-mail: info@csr.ru

csr.ru