

Рост продолжится

«Вестник НАУФОР» продолжает публикацию материалов ежегодной конференции «Российский фондовый рынок. 2018». Участники сессии «Развитие рынка облигационных займов» говорили о новых инструментах, о факторах развития и возможной судьбе статуса организатора размещения.

Участники: Алексей Балашов, заместитель генерального директора, руководитель департамента инвестиционного бизнеса брокерской компании «Регион»; Эдвард Голосов, заместитель председателя правления финансовой группы БКС, глава компании «БКС Капитал»; Ольга Гороховская, управляющий директор, со-руководитель рынка долгового капитала компании «Sberbank CIB»; Денис Кучкин, генеральный директор ИК «Септем Капитал»; Максим Романьков, начальник управления по работе с эмитентами и организаторами размещения ПАО «Московская Биржа»; Павел Филимошин, советник экономического департамента допуска на финансовый рынок Банка России.

Модератор — Павел Исаев, исполнительный вице-президент АО «Газпромбанк».

Павел Исаев. Уважаемые дамы и господа, мы начинаем одну из завершающих панельных дискуссий этой великолепной конференции. Спасибо организаторам, что пригласили поучаствовать. Большое спасибо всем участникам данной панельной дискуссии, которые нашли время прийти и рассказать о насущных проблемах, решениях и новациях на облигационном рынке. Уверен, всем присутствующим

хорошо известно, что рынок облигаций — это динамичный и развивающийся рынок. Его объемы растут, количество эмитентов, инвесторов, а также инструментов — прибавляется, регуляция меняется. Поэтому хотелось бы вначале зафиксировать текущий статус-кво: каково сейчас положение на рынке, где мы находимся по объемам, по продуктам и по проектам. Передаю слово Максиму Романькову, «Московская биржа».

Максим Романьков. Добрый день, коллеги! Хотел бы предложить вашему вниманию краткое введение в рынок и фиксацию определенных тезисов.

На первом слайде два графика. Первый показывает объем рынка облигаций в номинальном выражении, второй — структуру корпоративного долга и долю облигаций в ней. Как вы видите по первому графику, объем локальных облигаций поступательно растет, в среднем рост рынка составляет 19% в год. При этом доля рынка облигаций в общей структуре корпоративного долга — 39%. Видно по графикам, что рост этот не очень большой — 37-39% за последние три года. Но если выделить в сегменте рынка облигаций компании нефинансового сектора, то есть



убрать оттуда банки и финансовый сектор, то окажется, что рост облигаций нефинансового сектора составил за последние 5 лет более чем 150%. В то же время рынок кредитования нефинансового сектора вырос только на 50% и не более.

На следующем слайде изображены объемы первичного и вторичного рынков. Как вы видите, год от года во всех сегментах (и в корпоративном, и в государственном) наблюдается рост. Мы полагаем, что этот рост продолжится и дальше. Этому будет способствовать рост спроса на облигационные заимствования со стороны как крупного бизнеса, так и других эмитентов. Крупный бизнес будет

вынужден рефинансировать свои портфели ввиду того, что в России год от года снижается процентная ставка. Дополнительным драйвером для роста будет увеличивающийся спрос на облигационные заимствования среди более широкого круга, не только крупного бизнеса. Этот рост может быть стимулирован растущим спросом среди институциональных инвесторов, таких, как НПФы, страховые компании. Мы считаем, что аппетиты к риску у таких инвесторов будут расти.

Также мы считаем, что дополнительным драйвером роста облигационного рынка может быть приход новых инвесторов, например, физических лиц. Физические лица приходят на этот ры-

нок, мы это видим. У биржи появляются новые инструменты, ориентированные на физических лиц.

Далее, на следующем слайде изображены выпуски облигаций, размещенных в прошлом году. Здесь мы видим размещения облигаций банков, ориентированные на физических лиц, и размещения государственных бумаг. Здесь нет ОФЗ для населения, но показаны облигации ЯНАО, которые размещались специализированно среди физических лиц. Вообще для физических лиц приход на облигационный рынок — это поиск новой доходности в условиях, когда ставки по депозитам снижаются, а рынок недвижимости находится в стагнации. И облигации



могут быть инструментом, который обеспечит сохранность средств физических лиц.

Также приходу физических лиц будут способствовать налоговые льготы, которые появились в 2018 году. Как вы знаете, с 2018 года купонный доход по облигациям не облагается НДФЛ при определенных значениях.

Ввиду растущего интереса к облигационному рынку как со стороны инвесторов, так и со стороны эмитентов, Московская биржа как инфраструктура направляет усилия в проекты как маркетингового характера, так и в проекты, отвечающие за улучшение инфраструктуры.

Так, например, в 2017 году Московская биржа совместно с Банком России принимала участие в региональных мероприятиях по привлечению на рынок облигаций новых эмитентов и инвесторов. Также Московская биржа поддерживала инициативы НАУФОР по вопросу налоговых льгот для корпоративных облигаций.

Московская биржа — инфраструктурная организация, а мы считаем, что инфраструктурные организации отвечают не только за стабильность и развитие рынка, но и являются некими концентраторами риска и могут служить источниками некоторых шоков. В этой связи наши проекты, в том числе, направлены на то, чтобы улучшить инфраструктуру рынка. Мы реализуем проекты, которые позволяют инфраструктуре быть более гибкой, технологичной и безопасной. В этом контексте назову электронные сервисы «Московской биржи» для эмитентов, которые предполагают развитие ЭДО — электронной документации и электронного взаимодействия как с эмитентами, так и с организаторами. Далее, это создание ОТС-платформы: собственно, наш реализуемый сейчас проект позволит инвесторам подавать заявки [на участие в размещении] через биржу.

Павел Исаев. Максим, спасибо огромное. Прогресс налицо, все надежнее становятся системы и первичного размещения, и вторичных торгов. Спасибо Московской бирже. Но хотелось бы отметить, что все это поступательное движение было бы невозможно без кропотливой и постоянной работы нашего регулятора — Центрального банка. Чтобы ознакомить присутствующих с новациями, которые готовит регулятор для нашего рынка, передаю слово Павлу Филимошину, советнику директора департамента корпоративных финансов Банка России.

Павел Филимошин. Уважаемые коллеги, добрый день! У Банка России, как обычно, имеются достаточно масштабные планы по развитию рынка, развитию новых инструментов. Я бы вначале отметил, что в этом году принят Федеральный закон 75-ФЗ, который регулирует новый инструмент под названием «структурные облигации». Он вступает в силу с 16 октября текущего года.

Этот инструмент имеет принципиальное отличие от классических облигаций. Оно заключается в том, что владелец этого инструмента имеет право на получение выплат в зависимости от наступления определенных обстоятельств в размере, который может быть меньше номинальной стоимости таких облигаций. Поэтому такой инструмент очень часто называют «инструмент с неполной защитой капитала». Для этого инструмента даже потребовалось поменять классическое определение облигаций, теперь в определении облигации при соблюдении определенных условий заложена возможность полный номинал облигации не возвращать. Более того, даже допускается ситуация, когда владелец этого инструмента вообще никаких выплат по нему может не получить.

По этой причине инструмент несет в себе достаточно высокие риски.

Или, по крайней мере, может нести. Поэтому изначально он в законе определяется как «инструмент с ограниченным оборотом, который может принадлежать исключительно квалифицированным инвесторам». Правда, допускается ситуация, когда при соблюдении определенных критериев (которые будут определяться на уровне нормативного акта Банка России), ограничения в обороте структурных облигаций могут быть устранены, и такой инструмент может предлагаться неограниченному кругу лиц. Я, наверное, могу анонсировать начало разработки соответствующего нормативного акта и критериев, которым должны соответствовать структурные облигации, чтобы они могли предлагаться неограниченному кругу лиц. Если у кого-либо из участников рынка есть предложения по формулированию этих критериев, мы с удовольствием это обсудим.

Другое направление, над которым мы работаем (достаточно долгожданное) — это конвертируемые ценные бумаги. В основном, когда речь заходит о конвертируемых ценных бумагах, обычно называются конвертируемые облигации: облигации, конвертируемые в акции. Но необходимо упомянуть, что новое регулирование будет распространяться на все случаи конвертации, включая конвертацию привилегированных акций в обыкновенные акции, привилегированных акций определенного типа в привилегированные акции другого типа. Мы даже не исключаем возможности конвертации облигаций одного выпуска в облигации другого выпуска.

Предполагается, что конвертация будет двух типов: либо конвертация по наступлению определенного срока (мы это видим как право эмитента провести конвертацию в отношении всех конвертируемых ценных бумаг после

наступления определенного срока), либо конвертация по требованию владельцев конвертируемых ценных бумаг. Основные проблемы в регулировании как раз связаны со вторым типом конвертации, поскольку действия по размещению акций (в которые должны конвертироваться облигации) не являются автономными от воли эмитента. И у эмитента сейчас есть масса механизмов, которыми он может такой конвертации помешать, ее предотвратить, если по каким-либо причинам она его не устраивает.

Новое регулирование как раз направлено на то, чтобы устранить эти механизмы и предотвратить возможность злоупотребления (со стороны эмитента) правом, ограничивающим возможность конвертации облигаций по требованию владельцев. Для этого на уровне закона предполагается установить запрет на регистрацию выпуска акций позже регистрации даты выпуска облигаций, которые в них конвертируются. Иными словами, выпуск акций в этой ситуации может быть зарегистрирован либо на дату одновременно с выпуском облигаций, либо предваряющую выпуск облигаций. На самом деле возможность такой регистрации уже сейчас в законодательстве есть, но нет такой обязанности.

Также размещение конвертируемых ценных бумаг предполагается только при условии зачисления на эмиссионный счет тех акций, в которые они будут конвертироваться. При этом размещение таких акций будет допускаться не по распоряжению эмитента, как это происходит сейчас, а по распоряжению владельцев конвертируемых ценных бумаг. Функцию такого распоряжения будет выполнять требование о конвертации. Само требование о конвертации будет направляться в так называемом каскадном порядке, в том числе, путем





дачи указаний депозитариям, которые учитывают права владельцев конвертируемых ценных бумаг. И с момента формирования электронного сообщения о волеизъявлении, которое будет направляться либо регистратору, либо головному депозитарию, соответствующее количество конвертируемых облигаций будет блокироваться на счете владельца.

Также предполагается установить минимальные требования к сроку, в течение которого владельцы конвертируемых ценных бумаг могут подавать требования о конвертации. Для бумаг, конвертируемых в акции, предполагается эти сроки установить по аналогии со сроками реализации преимущественного права. То есть для публичных обществ этот срок не может составлять менее 20 дней, для непубличных обществ — менее 45 дней.

Также предполагается отказаться от регистрации отчета об итогах выпуска акций, размещаемых путем такой конвертации, заменив эту процедуру уведомлением. Причем в данном случае уведомление будет направляться не эмитентом, а регистратором.

Последнее, наверное, направление, на котором хочу остановиться, — это так называемые облигации, ограниченные в обороте. Сейчас примером таких корпоративных ценных бумаг являются ценные бумаги, предназначенные для квалифицированных инвесторов. Мы предполагаем предоставить эмитенту право определять условия ограничения облигаций в обороте по своему усмотрению и устанавливать круг лиц, которым такие облигации могут принадлежать, причем этот круг может состоять не только из квалифицированных инвесторов. Максим уже упоминал про примеры, когда такой круг лиц, например, для федеральных государственных ценных бумаг формулируется как, предположим, катего-

рия «физические лица». Я думаю, что вполне нормально, если такие облигации будут размещаться и предлагаться только юридическим лицам. Ну и у нас есть пример облигаций Банка России, которые размещаются и обращаются исключительно среди кредитных организаций.

При этом, конечно, не хотелось бы допускать ситуации различного рода дискриминаций, когда такой круг лиц формулируется через перечисление конкретных фамилий либо наименований компаний, которым такие облигации могут принадлежать.

Сам механизм отслеживания перехода прав обращения таких бумаг предлагается сделать точно таким же, как механизм, который сейчас работает для бумаг, предназначенных квалифицированным инвесторам. То есть, иными словами, депозитарий и брокер, делая проводку и зачисляя ценные бумаги на счет владельца, должны будут удостовериться, что он входит как раз в тот ограниченный круг лиц, которым такие облигации могут принадлежать. Ну, и сам круг лиц будет формулироваться в решении о выпуске облигаций.

Вот, наверное, на этом остановлюсь. Благодарю за внимание. Если будут вопросы, готов на них ответить. Большое спасибо.

Павел Исаев. Павел, спасибо большое. Мы от лица всех участников рынка просим продолжать дальнейшую работу, — чтобы наша регуляторная база и наш фреймворк были настолько гибкими, насколько можно себе представить. Вы упомянули абсолютно новый инструмент — структурные облигации. Уверен, что он дает участникам рынка очень широкие возможности для выпуска инструментов, схожих как с облигациями, так и с кредитами. Очень нужная и своевременная новация.

Теперь предоставляю слово Эдварду Голосову из «БКС», это признанный

профессионал и опытный специалист по вопросам выпуска структурированных продуктов. Сейчас Эдвард расскажет, над чем еще надо поработать.

Эдвард Голосов. Спасибо, Павел. Хотел бы продемонстрировать, насколько важно то, что сейчас делает регулятор в части изменения законодательной базы.

У компании БКС — приблизительно 300 тысяч (округлим) клиентов. Мы для себя очень четко поняли еще лет 5–6 назад, что есть брокерские продукты, а есть инвестиционные продукты. Брокерская наша компания, «БКС Брокер» — дает клиентам доступ на фондовый рынок. Он должен быть хорошим, качественным, удобным для клиента. Но мы прекрасно понимаем, что у нас есть огромная база депозитчиков, которые, если депозитная ставка пойдет вниз, станут задавать вопросы: «Какими другими способами я могу инвестировать?» Западная Европа, Восточная Европа проходили через похожие фазы роста.

Так вот, в 2012 году мы начали бизнес со структурными продуктами. И очень быстро поняли, что в российском правовом поле сделать структурный продукт так, как это делается на Западе, в виде структурированных нот, — нельзя, нет возможности. Именно по той простой причине, что облигация — это обязательство вернуть номинал однозначно. При этом сейчас несколько десятков процентов от общего числа наших клиентов покупают структурные продукты. Объем таких активов — несколько десятков миллиардов рублей. Теперь поясню, как это случилось.

В 2015 году мы попытались (нам очень помогла в этом Московская биржа) создать инструмент в российском правовом поле, но на основании западного инструмента. То есть, мы первые запустили структурированные ноты, они

были залистингованы в июле 2015 года. И сейчас уже сделано несколько десятков выпусков, потому что они листингованы на «Московской бирже», они доступны всем категориям инвесторов — как профессиональных по российскому законодательству, так и ритейловых инвесторов.

«БКС» — это группа компаний: есть «БКС Брокер», это брокерские услуги; есть «БКС Капитал», это инвестиционные продукты. Мы просто фабрика инвестиционных продуктов. Мы продаем не только через собственную сеть, мы хотим работать с партнерами, хотим делать продукты для тех, кто не хочет делать продукты сам.

Так вот, пара слов по поводу нового законодательства. Мы очень внимательно изучили 75-ФЗ. Реакция однозначная: большое спасибо. Произошла легализация в российском правовом поле понятия «структурный продукт», «структурная облигация».

Однако почему она доступна только профессиональным инвесторам? Понятно, что структурный продукт структурному продукту рознь. Первый продукт, который обычно предлагают новому клиенту нашей компании — это продукт с защитой капитала. То есть, если он инвестирует 100 рублей, то меньше 100 рублей к концу срока не получит. Причем у структурных продуктов имеется замечательное свойство: можно сделать его с защитой 90%, 85%, 75% капитала. Есть несколько риск-профилей, и мы предлагаем целую линейку таких инструментов — от самого консервативного до агрессивного.

Но почему неквалифицированный, ритейловый инвестор не может купить структурный продукт, в котором имеется 100% защита капитала? Вот акцию он может купить и все на ней потерять, а структурный продукт — не может. Нелогично. Тем более что инвестиционное страхование жизни — это, по сути





дела, тот же самый структурный продукт в ограниченном виде. Но ИСЖ доступно всем. Почему структурный продукт не может быть так же доступен? С удовольствием присоединимся к процессу, позволяющему переформулировать это положение.

Вторая вещь: согласно 75-ФЗ в текущей редакции, нельзя делать отзыв продукта. Мы внимательно смотрим на рынок, стараемся понять общие тенденции. В частности, сделали неформальный опрос разных российских провайдеров по структурным продуктам: это и государственные банки, и частные банки. От 85 до 100% продуктов разных провайдеров позволяют делать отзыв. И это на самом деле очень интересный продукт. Поскольку у эмитента есть возможность автоматически отозвать продукт, это повышает доходность. Потому что, когда такой продукт отзывают, то клиенту дают новый продукт, и у него есть возможность дальше на нем зарабатывать.

Если быть справедливым, то следует сказать, что там [в законе] не написано «нельзя делать отзыв». Там написано так: «нельзя делать отзыв за исключением случаев, предусмотренных проспектом эмиссии». И когда юрист читает это, то не знает, то ли можно делать отзыв, то ли нельзя.

И последнюю вещь скажу. Я прекрасно понимаю, что сейчас регулятор озабочен, прежде всего, защитой интересов инвесторов. И это правильно, мы это только поддерживаем. Но защиту можно организовывать по-разному. Давайте посмотрим, например, на европейскую практику. Они идут по пути прозрачности. Они говорят: «Мы не будем запрещать ритейлу покупать такие инструменты, можно покупать их совершенно официально, свободно. Но, пожалуйста, эмитент, будь прозрачен». Там защищают инвестора через полную прозрачность. Почему

мы не доверяем инвестору, почему не даем ему возможность прочитать соответствующий документ и принять решение, покупать или не покупать конкретный инструмент.

Павел Исаев. Эдвард, спасибо за очень живое изложение перспектив дальнейшего совершенствования законодательства.

Но на структурных продуктах весь будущий прогресс рынка ценных бумаг не замыкается. Существует довольно популярное на глобальном рынке долгового капитала явление — так называемые «зеленые облигации». И эти «зеленые облигации» должны стать реальностью на российском рынке капитала. Позвольте передать слово Ольге Гороховской, она расскажет, как это произойдет в ближайшее время.

Ольга Гороховская. Спасибо большое. На самом деле, когда говоришь «зеленые облигации», то часто у контрагентов возникает вопрос: «Зеленые — это те, которые выпускаются Сбербанком»? Однако тема моего сегодняшнего выступления — немножко другие «зеленые облигации». Это в определенном смысле бумаги будущего, которые позволяют финансировать различные «зеленые» проекты, — не только проекты, напрямую связанные с экологией, но проекты социального плана, социальной направленности.

Надо сказать, что и Восток, и Запад здесь нас опережают по ряду причин. И институты развития, и западные компании, и компании восточные (в частности, китайские) выпускают достаточно большое количество облигаций, которые вполне можно назвать «зелеными». Более того, такие бумаги считаются определенным признаком качества эмитента и говорят о его высокой социальной ответственности.

Непонятно, какой дорогой мы пойдем — западной, или восточной, или, как обычно, выберем свой третий путь.

Однако при выпуске «зеленых облигаций» необходимо рассматривать целый комплекс сопредельных вопросов, связанных в первую очередь с инфраструктурой, с характером эмитента и с интересом инвесторов. Поскольку для того, чтобы это была настоящая ценная бумага, в ней должны сойтись интересы всех участников.

Если говорить про инвесторов. В мировой практике «зеленые облигации», как правило, дают более низкую доходность, по ним платят более низкий купон, чем по облигациям простым. Каким образом уговорить, убедить либо заинтересовать российских инвесторов в том, что они должны инвестировать деньги в такие бумаги, — это, наверное, один из основных вопросов. Ибо если будет спрос, наверняка предложение возникнет. Более того, предложение однозначно существует. Очень большое количество проектов «зеленой» направленности требует дополнительного финансирования, причем финансирования долгосрочного.

Скажу о том, как это решается на Востоке. Как и можно было ожидать, решается это довольно просто: у инвесторов, которые обладают длинными и дешевыми деньгами (на нашем рынке это тоже достаточно большой пласт инвесторов), есть определенная часть портфеля, которая может быть проинвестирована только в такие облигации — и больше никуда. Это командное решение, у меня нет убеждения в том, что оно единственно верное и правильное.

На Западе в большей степени работает менталитет и социальная ответственность. Там «зеленые облигации» покупают потому, что это правильно, это почетно и улучшает жизнь будущих поколений.

Вторая серьезная вещь, которую нужно рассматривать, когда мы го-

ворим про «зеленые облигации» в российском правовом поле — это ряд инфраструктурных моментов. В частности, «зеленые облигации» требуют определенного сертификата, который подтверждает, что это действительно облигации, финансирующие «зеленые» проекты. Насколько мне известно, в стране пока нет организаций, которые такие сертификаты готовы выдавать и которым доверяли бы. Имеется определенный механизм, назовем его трасти, который отслеживает, что средства используются именно так, а не иначе (у нас его тоже нет). Имеется прописанный и понятный механизм, скажем, наказания, который не позволяет компании (помимо ментальных вещей, просто экономически не позволяет) тратить деньги на что-то еще. Такого механизма у нас пока тоже нет. И совершенно непонятно, каким образом, если компания привлекла деньги на «зеленый» проект, а тратит их куда-то еще, — каким образом можно ее переориентировать, наставить на путь истинный либо наказать.

В общем, к сожалению, «зеленые облигации» — это не вопрос завтрашнего дня. Но очень хотелось бы верить, что хотя бы послезавтра у нас будет возможность сесть и задуматься, насколько это необходимо. Потому что «зеленые облигации» — это не только инструмент, который финансирует создание экологически чистого производства. Они также, например, финансируют закрытие грязных производств. А это уж совсем сложно представить: брать деньги, платить проценты за то, чтобы закрывать собственный завод, пусть даже и грязный. Но, однако, это правильно для людей, которые задумываются о своем будущем. И, наверное, нам тоже надо будет задуматься и попробовать такой инструмент на нашем рынке получить.

Павел Исаев. Спасибо большое, Ольга.

Предыдущие выступающие рассказали нам о новых продуктах. Но мне кажется, нашему рынку нужны не только новые продукты, но и новые эмитенты. И на эту неоднозначную, но очень перспективную тему мне хотелось бы самому выступить. Тема называется «Иностранные эмитенты на российском рынке ценных бумаг».

Первый корпоративный бонд иностранного эмитента в России выпустили, если не ошибаюсь, в 2011-м году. Сейчас 2018 год. Что-то количество иностранных эмитентов на нашем рынке не прибавляется. Думается, зря.

Сначала преамбула. Ликвидность нашего рынка очень велика. Например, чистые ликвидные позиции российских банков — 4 трлн рублей, массивные деньги. У НПФов — 3 трлн рублей для инвестиций. Понятно, что большая часть из них инвестирована должным образом, но тем не менее диверсификация важна.

Почему еще важны иностранные эмитенты на российском рынке? Делая рубль международной финансовой валютой, мы делаем рубль валютой международного бизнеса. В чем прелесть этого обстоятельства, ясно после 6 апреля всем. Вот отключили «РусАл» от доллара, и у компании — большие проблемы. А вот если бы «РусАл» торговал свободно по всему миру своим алюминием за рубли, ни о каких экономических проблемах и речь не могла идти. Продвижение рубля как валюты рынка капиталов продвигает его в международную торговлю. Рубль, продвинутый в международную торговлю, делает нашу страну более защищенной от возможных недружелюбных действий наших, скажем так, заклятых друзей из-за океана и поближе.

Какие еще есть предпосылки для динамичного развития этого сегмента рынка? Приведу пару цифр. Если

мы берем развивающиеся рынки и их эмитентов (как суверенных, так и корпоративных заемщиков), то эти суверены на международном рынке взяли 3 трлн долларов (в эквиваленте), а на своих локальных — 18 трлн долларов (в эквиваленте). Иными словами, в 6 раз больше! То есть потенциал каждого отдельно взятого развивающегося рынка по сравнению со столь любимым и дорогим нашему сердцу международным рынком капитала — гораздо выше. Что мешает развивающимся рынкам занимать на рынках друг друга — непонятно. Почему эти заемщики должны обязательно исхитриться под английское законодательство, чтобы взять там какие-то 3 трлн? Зайди к соседу — возьмешь больше и на более льготных условиях.

Вот какую идею мы активно продвигаем, вот куда, думается, целесообразно в этой связи идти.

Конечно, надо выпускать те страны (тех суверенов и тех корпоратов), с которыми Россия имеет значительную торговлю. Возьмем нефть: ее много идет в Китай. Возьмем сжиженный газ: много идет в Китай, в Корею, Сингапур. В планах до Индии доходит. Это потенциальные эмитенты на российском рублевом рынке энергетических товаров. Если говорить о металлургии, то «Евраз» везет весь свой прокат в Азию. Он может там контрактаться в рублях и делать бизнес в рублях.

Уверен, иностранные эмитенты должны начинать выпускаться в России. И не надо бояться, что они будут при этом конкурировать с российскими эмитентами за деньги. Похоже, на текущий момент денег больше, чем заемщиков.

Что этому процессу препятствует, что способствует? Возьмем две большие категории инвесторов российского рынка ценных бумаг. Физических лиц пока не трогаем,

пусть слушают песню «Валенки», покупают облигации Сберегательного банка Российской Федерации, не надо их сходу вести в какую-то сложную историю. Но есть банки, общий баланс банковской системы — 80 трлн рублей, есть негосударственные пенсионные фонды. Что мешает им инвестировать в инструменты иностранных эмитентов? Вроде бы регуляторных ограничений нет, но есть понятнейшие. Предлагаем эти понятнейшие ограничения устранить.

В настоящее время если иностранец взял деньги в России, то должен их в России и использовать, каким-то усложнено-контролируемым образом. Механизм контроля непонятен, но главное, что все это мешает свободному развитию процесса. Давайте не связывать руки казначейству иностранного корпората или, паче чаяния, суверену. Не надо ему рассказывать, что по этому счету недопустимо ни движение влево, ни движение вправо. Суверены — они суверенные, в этом суть. Он должен иметь возможность взять в рублях, потом сконвертировать, или загнать в свой Центральный банк, или еще чего умного сделать. Наличие ограничений сдерживает пенсионные накопления от возможных и даже интересных им инвестиций в инструменты иностранных эмитентов. Мне кажется, что надо поработать с соответствующей нормой закона и, может быть, переформулировать ее помягче.

С рейтингами в этом вопросе все нормально.

Переходим к пенсионным резервам. Если мне не изменяет память, в иностранные ценные бумаги эмитента с рейтингом трипл В минус по международной шкале пенсионные резервы вложить нельзя (поправьте меня, если я неправ). Кто из ближайших наших соседей, кроме Казахстана, обладает эмитентами с такими рейтингами (ка-

кой-нибудь «Казмунайгаз»)? Может, Армения, которую сейчас лихорадит в процессе большой политико-экономической перестройки? Или какой-то белорусский заемщик обладает рейтингом трипл В минус? Не обладает. Значит в пенсионные резервы ему путь закрыт. Думается, это тоже необоснованно жесткое ограничение, надо его как-то гармонизировать.

Дальше не могу не отметить чисто процедурный вопрос. Если иностранный эмитент захотел выпуститься на российском рынке ценных бумаг, то, во-первых, он должен взять справочку о ликвидности и приемлемости своего риска. Как эта ликвидность считается, что берется за основу? Во-вторых, за основу ликвидности инструментов этого иностранного эмитента будут браться только операции на бирже. При этом так называемые еврооблигации вообще на биржах не торгуются — они там листуются, но не торгуются. И как о ликвидности можно судить по торгам на какой-нибудь Ирландской бирже? Никак. Поэтому получается замкнутый круг: вроде бы хотелось эмитенту выпуститься, но справочка о ликвидности не дает.

С моей скромной точки зрения, давно пора убрать это требование. И двигаться вперед к большой диверсификации, чтобы российские банки и негосударственные пенсионные фонды могли купить, предположим, суверенный Азербайджан или какой-нибудь «Сакар», это крупная нефтегазовая компания. Ну почему нет? Почему не сделать диверсификацию от российского риска?

Вот вкратце мысли по поводу иностранных эмитентов на нашем рынке. Теперь переходим к непростым и острым вопросам.

На нашем рынке происходит не только поступательное развитие регуляторной базы, но какие-то темы активно обсуждаются между участниками. Например, обсуждается вопрос: нужен

ли организатор облигационного займа и кто это такой? Попрошу Алексея Балашова начать эту непростую дискуссию.

Алексей Балашов. Спасибо за интересный вопрос. На самом деле он возникает уже не в первый раз, и каждый раз этому способствуют какие-то конкретные причины. Поэтому, наверное, сначала надо понять, почему именно сейчас этот вопрос снова возник. Так, нужен или не нужен организатор займа? Мне кажется, рынок для себя это уже давно определил. В законодательстве раньше был термин «финансовый консультант», он сначала появился, потом его убрали. Сейчас выбор организатора происходит на усмотрение эмитента, никаких законодательных требований не существует. На все, как говорится, воля эмитента.

Но мы видим, что организаторы есть (много их или мало — вопрос философский), и профессиональные участники рынка ценных бумаг (как эмитенты, так и инвесторы) в принципе ничего против не имеют.

Теперь давайте попробуем обсудить, каковы же все-таки причины для возникновения этого вопроса? В прошлом году Центральный банк провел роад-шоу по регионам с целью привлечения на наш российский фондовый рынок новых эмитентов. Понятное дело, что новые эмитенты сравнивают этот продукт с кредитованием. И задаются естественным вопросом — а на чем можно сэкономить? Естественно, первым приходят на ум расходы на организатора, расходы на биржу, расходы на депозитарий. Так называемые прямые расходы, о которых любят говорить. Но если посмотреть на косвенные расходы, которые почему-то никто никогда не считает, то на их фоне все остальные расходы блекнут. Это расходы на МСФО в обязательном порядке, это расходы на рейтингование. Но если мы выходим к нормальным рыночным займам, то они

становятся относительно небольшими. Наверное, основная причина лежит именно в этом. Если мы посмотрим на крупных наших заемщиков, то почему-то все они выбирают размещение с организатором. Это относится и к корпоративным эмитентам («Роснефть», РЖД), и к банкам. За последний год мы увидели на российском рынке размещения практически всех крупных банков-организаторов, причем размещались они с привлечением других организаторов в свои собственные займы. Возникает вопрос: почему? Я ответ на этот вопрос знаю, но в присутствии других банков-организаторов считаю, что правильнее на данный вопрос ответить им.

Какие еще есть причины? Тут Павел Филимошин рассказывал о том, что в ближайшее время готовятся изменения в Закон о рынке ценных бумаг. Цель данного закона — упрощение эмиссии на рынке ценных бумаг. Оно как раз направлено на снижение документооборота, на дигитализацию — в общем, на снижение бумажной составляющей, на ускорение и упрощение процесса эмиссии.

Это хорошая идея, очень приветствую ее. Но возникает вопрос — насколько это упрощение будет действительно упрощением? Потому что помимо Закона о рынке ценных бумаг, будут наверняка вноситься изменения в нормативные акты.

Но опять же, если от этого абстрагироваться, а перейти на тему организаторов, это как раз те функции, которые выполняли организаторы, так называемые экзекьюшн, то есть это то, что связано с подготовкой эмиссионных документов. Исходя из их презентации, там как раз говорилось о том, что планируется ежегодное обновление проспекта... Ну, то есть в данном случае то, что раньше делали организаторы, скорее всего, уйдет к эмитенту, то есть это и подготовка проспектов, ежеквартальные отчеты,



годовые отчеты, раскрытие информации. То есть, скорее всего, если говорить на эту услугу, то она, конечно, претерпит серьезные изменения. В каком плане? Ну, во-первых, крупные эмитенты в данном случае просто наймут себе сотрудников, которые будут не пользоваться аутсорсингом, а, скорее всего, будут вести это самостоятельно. Ну, и плюс, если идея Центрального банка воплотится в жизнь, то мы увидим совершенно другой объем количества эмитентов на этом рынке, и, соответственно, те эмитенты, которые будут выходить на рынок разово (раз в год или два раза в год), иметь соответствующее собственное подразделение им все равно невыгодно, и в данном случае они все равно будут пользоваться услугами организатора.

То есть я бы, наверное, так сказал, что данная услуга, она сохранится у банков-организаторов, потому что она будет востребована, и сделок, скорее всего, будет не меньше, потому что за счет эффекта масштаба то же количество, скорее всего, и будет обслуживаться со стороны организатора. Но вот с точки зрения людей, я считаю, что может вообще возникнуть дефицит персонала на этом рынке, потому что в данном случае, если будет много эмитентов, будет достаточно большой спрос на этих людей и вопрос тоже будет, что называется, цены.

Ну, и третий фактор, который сегодня и вчера достаточно активно обсуждался на конференции, — это дигитализация всего процесса и маркетплейс. В данном случае это влияет на процесс продажи облигаций конечным инвесторам. Но опять же этот процесс, он не сейчас возник, он возник достаточно давно. Помните, эти разговоры про робоэдвайзинг, что теперь люди вообще будут не нужны, все будут делать роботы. Но, несмотря на это, человеческий фактор остался, люди остались, и я даже скажу больше: у организаторов даже появилось новое направление,

такой некий тренд — мы видим подразделения по синдикации, это как раз те, которые отслеживают качество эмитентов, покупаемых в собственный портфель, и за ликвидностью следят. Ну, то есть в данном случае я, например, вижу, наоборот, процесс, что услуги организатора востребованы, ну скажем так: они есть, были и будут, и в принципе причины, почему от них надо отказаться, если честно, я не вижу.

Павел Исаев. Алексей, спасибо. Оля, позволь, я тебя откровенно спрошу — а нужен ли этот организатор? Нужны мы с тобой или нет?

Ольга Гороховская. Было, конечно, приятно слышать теплые слова в адрес организаторов. Нам следует быть оптимистами и в эти слова верить. Но если говорить серьезно, то мне видится несколько причин (наверное, в большей степени институционального плана), которые будут поддерживать институт, извините за тавтологию, организаторов в каком-то обозримом будущем.

Одна из этих причин — достаточно быстро изменение законодательства. Я могу, конечно, представить крупных эмитентов, которые могут держать большой штат людей для того, чтобы отслеживать эти изменения. Это 10, 20, возможно, 30 крупных компаний. Но мы почему-то не идем чинить обувь в булочную, то есть все-таки предпочитаем определенную специализацию. И, наверное, правильно, когда за текущим регулированием следят специально обученные люди.

В частности, как ни странно, в качестве контраргумента появился совершенно замечательный инструмент — коммерческие бумаги с минимальным раскрытием информации — которые, в принципе, в обязательном порядке организатора не предполагают. Более того, как минимум одна достаточно известная сделка с одним банком, сотрудников которого нет на нашей конкретной панели,

прошла в формате блокчейн. Это красиво. Тем не менее, лично у меня складывается определенное ощущение, что за этим очень красивым фасадом, тем не менее, все равно происходила работа организатора. Да, можно не прописывать организатора в эмиссионных документах, но узнать о том, что конкретные коммерческие облигации существуют, узнать, кто конкретно может эти бумаги покупать, подготовить презентацию, пообщаться с огромным количеством инвесторов — кто будет делать эту работу? Есть подозрение, что делают это все те же самые люди, которые работают на этом рынке уже энное количество времени.

Давайте будем честными: круг инвесторов на этом рынке понятен. И, наверное, каждый из ведущих банков-организаторов имеет инвесторскую базу, очень сильно похожую на ту, которую имеют соседи по цеху. Что нас отличает друг от друга, так это именно люди, которые работают в каждой конкретной организации. И они реализуют, в том числе, взаимную поддержку. Рынок меняется, иногда нужно принимать не очень простые решения, и всегда эти непростые решения проще принимать вместе. Мы видели, что после 6-го числа какие-то сделки отменялись, какие-то сделки переносились. Вряд ли в корпорациях, даже если они наймут одного-двух профессионалов, будет достаточно интеллектуальной силы для того, чтобы такие решения принимать оперативно, быстро и грамотно. Поэтому есть надежда, что работы на нашу долю еще хватит на ближайшие пять лет.

Павел Исаев. Но есть ведь и другая точка зрения на такой вроде бы простой вопрос. Денис, прошу тебя высказаться, почему организатор не нужен, почему он лишний на празднике жизни?

Денис Кучкин. Ты утрируешь. Я бы, наверное, сказал, что вопрос не в том, как называется специалист — организатор,

андеррайтер, финансовый консультант и т.д. Просто суть состоит в том, что юридические лица, которые участвуют в процессе размещения облигаций, дают эмитенту и инвестору какую-то дополнительную ценность, вэлью. Соответственно, для эмитента часть этого вэлью за последние несколько лет отмерла. Например, отмерло написание эмиссионной документации, особенно для эмитента первого эшелона, такого уровня, как Сбербанк, Газпромбанк, «Газпром», «Транснефть». И более того, часть этих функций взяли на себя эмитенты, а часть функций взяла биржа и продолжает брать. Организатор в том понимании, которое сложилось с зарождения рынка, превратился, наверное, скорее в андеррайтера. В институт, который помогает эмитенту размещать облигации, беря (о чем говорил Алексей, о чем говорила Ольга) часть выпуска на себя.

И мне кажется, тут вопрос должен стоять чуть глубже — насколько организатор размещения, который встречается с инвесторами, с эмитентами, проводит маркетинг и размещение облигаций и т.д. — насколько в этой шкуре организатора он еще и выступает в качестве инвестора. И здесь мне кажется уместным ставить вопрос вот этой «китайской стены», которая существует между юридическим лицом-организатором и юридическим лицом-инвестором и андеррайтером. Потому что практика бывает разной. Мы все радуем за наших клиентов (эмитентов в данном случае), и мы прекрасно знаем, что цель эмитента — получить здесь и сейчас эффективную рыночную цену. Такие эмитенты, как Минфин, Москва, в общем-то, практически обходятся без организаторов. Это первый момент. С другой стороны, мы с вами знаем пример размещений некоторых муниципальных облигаций, в которых многим инвесторам было достаточно сложно поучаствовать (иногда это происходит даже физически).

Поэтому, подытожив все сказанное, я считаю, что уместно говорить о переходе части функций организаторов на сторону эмитентов и биржи, даже шире — инфраструктуры. И о трансформации организаторов в андеррайтеров. Тут я прежде всего говорю про первый эшелон и про эмитентов, которые сами способны поучаствовать в процессе подготовки эмиссии и т.д. Спасибо. Павел Исаев. Суммируя дискуссию по этому вопросу, вроде консенсус такой: организаторы остаются, но в модифицированном виде.

Есть еще одна новая и неоднозначная тема, которая будоражит умы профессиональных участников рынка ценных бумаг, — это так называемые OTC-сделки с помощью биржевой инфраструктуры. Не комментируя дальше, хотел бы передать слово Алексею Балашову опять, чтобы он разъяснил, что же это такое. Алексей Балашов. Что такое OTC? Это платформа по заключению внебиржевых сделок. Согласен, для большинства из нас словосочетание «внебиржевые сделки», особенно применительно к рынку облигаций, режет, конечно, слух. Исторически так повелось, что в России сначала появилась биржа, инфраструктура, а первые эмитенты и инвесторы появились потом. Тогда как западный рынок — исторически внебиржевой, там такого понятия, как «биржа», нет. А если есть, то только в развивающихся странах, где фондовый рынок достаточно молод.

Но в этом нет ничего удивительного. Мы не уникальны в этом вопросе. Для того, чтобы создать внебиржевую торговую систему, нужны два обязательных фактора. Первый обязательный фактор — деньги для создания этой системы. Мы знаем, что технологии штука дорогая. Плюс должна быть какая-то интересная идея, изюминка, иначе туда инвесторы не пойдут. Вторая — это, соответственно, ликвидность. Поэтому



в начале 2000-х годов многие крупные международные инвестиционные банки пытались создать эти системы внутри себя, чтобы не платить дополнительные комиссии бирже.

Но что в это время делали сами биржи? В это время шла череда больших слияний и поглощений. Если вдруг у какого-то инвестиционной системы оборот составлял больше 5% всего рынка, ее сразу покупали крупнейшие международные биржи. Тут отметились и Nasdaq, и Лондонская биржа. В общем, все покупали, была прямо череда. Ну, или вторым вариантом инвестиционные дома передавали свои технологии и становились акционерами бирж.

Этому тренду уже лет 15. И то, что мы тоже задумались об этом сейчас, подняли эту тему, — это очень хорошо. Кто бы у нас на российском рынке мог выступить инициатором и реализовать такую систему (потребность в ней, конечно же, имеется)? Естественно, это биржа. У нее есть ликвидность, у нее есть комиссии, есть поддержка со стороны регулятора и инвесторов. Наверное, они могли бы с этой задачей справиться.

Вторым инициатором могли бы стать, наверное, крупные наши инвестиционные дома, — в большей степени, наверное, все-таки государственные дома, государственные банки. Потому что опять же технологии дорогие, плюс здесь в любом случае надо менять законодательство. Пока, допустим, те же НПФы в обязательном порядке должны все сделки заключать именно на биржевом рынке. Поэтому без поддержки регулятора создать эту систему невозможно. Понятное дело, что у государственных банков и уровень доверия, и уровень контроля, конечно же, больше.

Третьим инициатором могли бы стать крупные международные инвестиционные дома. Думаю, тут надо сказать спасибо за санкции: благодаря санкциям мы западных игроков здесь

не увидели. Хотя на самом деле для меня, например, наиболее очевидно, что именно они должны были стать создателями данной системы на российском рынке. Почему? Потому что для них это достаточно удобный и рентабельный бизнес. Они такую систему создавали бы не специально под нас, а для любой развивающейся страны. А в конкретном случае просто сделали бы копию, подредактировали какие-то нюансы — и реализовали в России. Причем, с учетом того опыта, который они имеют, скорее всего, противостоят им было бы для российских игроков очень тяжело. Но, повторю, спасибо санкциям. Мы видим, что крупные международные участники практически ушли с российского рынка, и в данном случае у нас появился шанс. И я приветствую разговор на эту тему, поскольку на самом деле эта система на российском рынке нужна. Тенденция сейчас такова, что российский биржевой фондовый рынок тянется к внебиржевому, а западный внебиржевой тянется к биржевому. Правда лежит где-то посередине, мы явно идем навстречу друг другу. Поэтому да, идею поддерживаю.

Павел Исаев. Алексей, спасибо огромное. Ясности уже больше, но вопросы остаются. Внебиржевые сделки — и вдруг на бирже. Какой-то диалектический материализм, борьба противоположностей. На бирже все регламентировано: тарифы прописаны, порядок заключения сделок прописан, инструмент прописан. Во внебиржевом формате — инструмент подстраивается под клиента, порядок расчетов — по договоренности, комиссия — по договоренности и т.д. Как эти две стихии — полная определенность и полная гибкость — будут сочетаться? Предложу Максиму Романькову все-таки пояснить, как это будет делаться.

Максим Романьков. На мой взгляд, Алексей все очень хорошо сказал, достаточно полно. Да, мы понимаем, что

вступаем в нетипичную для себя среду. Но, как правильно сказал Алексей, рынок облигаций во всем мире в принципе внебиржевой, а у нас — биржевой. И это почему-то никого не удивляет. Мы просто заполняем ту нишу, которая в данный момент свободна. При этом мы не пытаемся стать единственной платформой. Как ты правильно заметил, это не зарегулированный рынок. Да, у нас есть торговая система, там есть регламенты, регуляторные требования и т.д. И да, она не дает участникам той гибкости, которую может дать ОТС-платформа. Мы просто, повторюсь, пытаемся в нашей инфраструктуре создать для участников максимальное число возможностей, которые есть у тех же самых участников на международных рынках.

Собственно, можно долго объяснять нюансы ОТС-платформы. Чем она будет отличаться от торговой системы, как сделки будут происходить, как будет осуществляться поиск контрагентов. Но в принципе, с середины апреля мы запустили ее в тестирование. Участники подключаются к этой системе и могут ее пощупать, посмотреть и сделать собственные выводы. Можете просто позвонить нам, подключиться к системе и посмотреть на нее. Вот как-то так.

Павел Исаев. Максим, спасибо большое. То есть не надо теории, нужна практика. Алексей хотел добавить.

Алексей Балашов. Готовясь к этой сессии, мы действительно подключились, посмотрели на эту систему. Очень своевременный продукт. Там есть специальный режим, называется «анонимный РПС». В условиях санкций незаменимая вещь.

Павел Исаев. Великолепно. Коллеги, сейчас мы перейдем к аплодисментам. Во второй части второго дня конференции нам удалось удержать аудиторию в состоянии живой дискуссии и с неприкрытого интереса. Позвольте мне побла-

годарить вас за эту интересную сессию. (Аплодисменты).

Может быть, какие-то вопросы возникают, вы не стесняйтесь, задавайте. Первый вопрос, прошу.

Роман Калинин (Банк ВТБ). Вопрос глобальный. Он, наверное, больше касается отечественного финансового рынка в целом, но тем не менее. В общем-то, ни для кого не секрет, что с начала 2000-х российский финансовый рынок существенно сузился. Сузился в плане субъектов по количеству профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Причин было много: это и уход западных инвестиционных компаний, и сокращение количества брокерских компаний, и активная деятельность ЦБ по расчистке банковской системы. Без сомнения, количество участников определяет и ликвидность на (в первую очередь) облигационном рынке, потому что там профучастники представляют доминирующую часть игроков.

Вот этот процесс — нормален ли он, поскольку уходят слабые игроки, уменьшается избыточное их количество? Либо уже, наоборот, пора бить в набат, поскольку игроков осталось очень мало и дальше уже начинается критическая черта? Вопрос не кому-то конкретно, а, может быть, кто-то захочет высказаться об этой проблеме. Спасибо.

Денис Кучкин. У меня есть ответ. Самое популярное слово этого форума — маркетплейс. Я ответил?

Павел Исаев. Коллеги, еще варианты ответа? Эдвард, прошу.

Эдвард Голосов. Моя личная точка зрения: мы ведь в этом смысле не уникальны. Можно посмотреть, допустим, на западные рынки, которые тоже проходили через подобные фазы: рост, потом спад и сокращение количества игроков. И что они делали? Что в момент спада делали участники — и профессиональные участники, и организаторы, и биржи, и регулятор? Они понимали: хорошо, сей-

час идет фаза сокращения, но все равно в какой-то момент начнется фаза роста, что нужно сделать, чтобы помочь росту? Вот сейчас на российском рынке для таких процессов удобный момент. Может быть, действительно, рынок избавился от балласта. Мы же понимаем, как рынок работает: это предпринимательство, это регулируемое, но предпринимательство. Люди думают, как брать риск, как предложить клиенту более интересный и качественный продукт. Я бы так на ваш вопрос ответил: может быть, следовало бы не столько в набат бить, сколько подумать, как сделать рынок и продукты более привлекательными.

Выживут только те, кто вовремя сможет отреагировать на изменения. **Павел Исаев.** У меня тоже есть кое-какие мысли, поделюсь. С точки зрения инвестиционного банка, все профучастники делятся на две большие категории — клиенты или конкуренты. Любой инвестиционный банк хочет, чтобы у него было как можно меньше конкурентов и как можно больше клиентов, и он работает над этим. Он работает, чтобы расширять свою клиентскую базу, отбирая или возвращая этого клиента, переводя его из депозита в ценные бумаги, продавая ему какие-то дополнительные продукты и т.д. Это, как Эдвард сказал, предпринимательство, бизнес. Люди работают над тем, чтобы клиентов было больше. Это первое.

И второе. Удастся ли этим несчастным инвестиционным банкам сократить количество конкурентов? Все инвестиционные банки рады были бы уменьшению конкуренции. Но она не уменьшается! Может быть, было 50 конкурентов, а стало 20, но конкуренция осталась. Важно, чтобы была конкуренция. Финансовый бизнес ничем не отличается от любого другого бизнеса, все равно он рождает конкуренцию. Сколько бы регулятор ни работал над уменьшением количества участников, все равно возни-

кают новые бизнесы, возникают новые перспективы.

Прошу еще высказываться. Павел? **Павел Филимошин.** На мой взгляд, финансовый рынок — это срез той ситуации, которая имеет место в экономике страны в целом. Если вы зададите себе вопрос: а что происходит в экономике? А в экономике концентрируется собственность, снижается количество игроков, снижается уровень конкуренции. На мой взгляд, очевидно, что в этой ситуации на финансовом рынке вряд ли могут происходить противоположные процессы. И регулятора действительно волнует, чтобы конкуренция не свелась к нулю. Если мы увидим, что количество игроков сократилось до одного-двух, то будем предпринимать усилия для того, чтобы эту ситуацию преодолеть.

Павел Исаев. Еще раз, спасибо, коллеги, что вы оставались с нами до самого позднего вечера. □