



Максим Орловский

Генеральный директор компании «Ренессанс Брокер»,
СЕО по России и СНГ компании «Ренессанс Капитал»

В НОВОМ ИНВЕСТМИРЕ

Сегодня следует уделять больше внимания интересам внутренних инвесторов. Именно они призваны стать основной движущей силой фондового рынка в сложившихся условиях

Максим Орловский, Генеральный директор компании «Ренессанс Брокер», СЕО по России и СНГ компании «Ренессанс Капитал», объясняет Ирине Слюсаревой, какие меры могли бы укрепить доверие локальных инвесторов к российскому фондовому рынку.

Фотографии Павел Перов

— Максим, какие проблемы российского фондового рынка привлекают сейчас ваше внимание, может быть, в первую очередь?

— Структура российского рынка, в силу известных обстоятельств, сейчас кардинально меняется. Перемены происходят не всегда с учетом мнения всех заинтересованных сторон, в том числе, зачастую ущемляются права российских локальных инвесторов. Наверное, определенных ошибок мы могли бы избежать. В некоторых случаях еще можно попытаться исправить их последствия.

Хотелось бы немного сказать именно об этом: что можно и еще не поздно сделать для укрепления доверия к рынку и регулятору.

Итак. Известно, что большая часть российского рынка акционерного капитала находилась в руках западных институциональных инве-

сторов. В определенный момент это доминирование было полезным. На Западе акционерная культура зародилась, там же она и достигла максимального развития. Когда отечественный рынок перенимал передовые практики, скажем, взаимодействия с инвесторами, это было очень полезно. Но сейчас стало очевидно, что для нормального функционирования фондового рынка следует возвращать своего, внутреннего инвестора. А для этого нужно заручиться его доверием. Поэтому, проходя нынешние крутые выражи, очень важно соблюдать права и интересы локального инвестора. Об этом говорили члены правительства, об этом неоднократно говорили руководители Банка России.

Ситуация сейчас непростая, порой требующая быстрых ответных действий. Вероятно, поэтому

ряд решений принимается без должного кропотливого анализа и широких консультаций. Однако ничего необратимого пока не произошло, последствия неверных решений еще можно исправить.

Хочу отметить, что руководство страны уже очень много сделало как для нормализации функционирования рынка, так и для соблюдения интересов локальных инвесторов в очень тяжелый исторический момент. Слабое место на нашем рынке сегодня — расписки иностранных компаний с русскими корнями

Сегодня для инвестора с российским паспортом держание любых активов во внешнем периметре сопряжено со значительными рисками: от персональных санкций до применения особых условий по принципу гражданства.

ми, торгующиеся на Московской Бирже. Некоторые из этих компаний проводят реструктуризацию бизнеса, зачастую полностью игнорируя интересы российских держателей.

Мы видели несколько вопиющих примеров — в некоторых случаях акционеры лишились, по сути, значительной части или даже всех активов.

Первый кейс — никому ничего. Компания «Равен Раша». Она одной из первых объявила, что продает активы российскому менеджменту по номинальной цене, прекратила выплату дивидендов по привилегированным акциям и провела делистинг со всех бирж, оставив владельцев обыкновенных акций на Московской бирже, фактически, ни с чем.

СПРАВКА. Компанию Raven Property Group (изначально Raven Russia) основали в 2005 году британские предприниматели Антон Билтон и Глин

Хири; она специализировалась на российской коммерческой недвижимости. В 2005 году RR разместила акции на AIM, затем перешла на основной рынок Лондонской фондовой биржи. Входила в состав индекса FTSE 250. Располагала складскими помещениями в Московской и Ленинградской областях, Санкт-Петербурге, Ростове-на-Дону и Нижнем Новгороде. По находившемуся в собственности компании объему коммерческой недвижимости была одной из крупнейших на российском рынке.

Весной 2022 года представители Raven Property Group сообщили акционерам, что компания не имеет возможности выплатить дивиденды. Летом компания провела делистинг акций со всех биржевых площадок, включая LSE и Мосбиржу. Затем российские топ-менеджеры учредили на Кипре компанию Prestino Investments Ltd, которая приобрела 100% кипрской Raven Russia (Holdings) Cyprus Limited (на балансе которой находились все российские активы). А в феврале 2023 года владельцы новой компании Prestino Investments (которой перешли российские активы Raven Property Group), осуществили смену юрисдикции - с Кипра на Абу-Даби (параллельно сменив название на Phoenix Property Group Limited).

Следующий кейс — ни выкупа, ни активов. «Группа ГМС» (производитель насосного, компрессорного и модульного оборудования). Кипрская HMS Group,

чьи расписки продолжают торговаться на Московской бирже, продала все свои российские активы (приносили практически всю прибыль группы) основному акционеру, «ГМС Холдингу», за 2,7 млрд рублей. Для вашего понимания: российская группа по результатам 9 месяцев 2023 отапортовала чистую прибыль в 3,1 млрд руб.

Летом 2022 года представители компаний HMS Group и АО «ГМС Холдинг» сообщили, что не способны осуществить выкуп своих глобальных депозитарных расписок у владельцев посредством публичной оферты.

Таким образом, держатели расписок на Московской бирже не получили ни выкупа, ни возможности обменять свои бумаги на акции российского холдинга.

Очень похожая ситуация у инвесторов, владеющих расписками компании Veon. При продаже российской части бизнеса менеджменту про интересы миноритарных акционеров попросту забыли. Многие из миноритариев в свое время покупали эти бумаги именно как акции компании, большую часть прибыли которой приносит бизнес в России. Теперь же держатели расписок в НРД из-за европейских санкций не смогут рассчитывать на получение денежных средств ни при выплате дивидендов, ни при выкупе акций голландским холдингом.

Не особенно порадовал инвесторов и «Полиметалл». Он не предложил ни выкупа, ни возможности обменять акции казахстанской компании на акции российского холдинга: только обмен на бумаги, котируемые на AIX.

— Казахстан же является дружественной юрисдикцией?

— Сегодня для инвестора с российским паспортом держание любых активов во внешнем периметре сопряжено со значительными рисками: от персональных санкций до применения особых условий





по принципу гражданства. МФЦА — международная организация, и она вынуждена придерживаться санкционного режима.

— Но вы утверждаете, что есть другие пути?

— Да, альтернативный путь существует. И уже есть положительный пример — компания «Софтлайн».

Компания Softline занимается дистрибуцией ПО. В 2021 году она провела первичное размещение акций на Лондонской и Московской биржах. В 2022 году ее листинг на западных фондовых площадках не был приостановлен. Летом 2022 года Softline приняла решение о разделении. Российский бизнес компании был выделен и передан

российскому менеджменту. Глобальный Softline был переименован в Noventiq и позже провел делистинг с Лондонской и Московской бирж.

Уже после выделения российского холдинга основной акционер российского холдинга сделал держателям GDR Noventiq предложение обменять расписки на акции ПАО «Софтлайн». После этого «Софтлайн» вернулся на Московскую биржу. Для компании, можно сказать, началась новая жизнь — с теми акционерами, которые решили остаться в российском бизнесе.

— Можно ли из сказанного вами сделать вывод, что менеджмент компании в подобной ситуации обязан не игнорировать про-

блемы акционеров (тем более не пытаться на них нажить), а учитывать интересы всех участников процесса?

— Нет, вывод не совсем такой. В точках бифуркации, о которых мы говорим, о правах определенной части акционеров попросту забыли. Это, как правило, миноритарные акционеры, владеющие небольшими пакетами, им крайне тяжело тягаться с компаниями. Поэтому интересы большинства из них можно, что называется, списать.

В этом вопросе лидером должно выступать государство. Так же, как это было в случаях с переводом российских ценных бумаг, застрявших в международных клиринговых системах

(ФЗ-319); получением доходов локальными инвесторами по иностранным бумагам в НРД (Указ №665); выпуском замещающих облигаций (Указ №430). Хотелось бы, чтобы правительственная комиссия (или другие органы власти), принимая решения, связанные с реорганизацией международных компаний, не забывали о правах российских акционеров публичных компаний.

Эта тема не самая большая, но тоже важная. И здесь многое можно исправить. Не такие уж большие суммы потеряют новые собственники, предложив акционерам выкуп или обмен. А пока получается, что много сделали для защиты инвесторов, пострадавших от недружественных действий «чужих», а от «своих» и не защитили.

— Считается, что свободных денег в России сейчас больше, чем хороших идей, так ли это?

— Денег в стране достаточно. Что касается идей, то последние два года мы столкнулись с ситуацией, когда эмитенты значительно сократили объем раскрываемой информации. Плюс ряд людей и целые аналитические команды оказались вне игры. В результате общий уровень профессиональной экспертизы просел.

Освободившуюся нишу сегодня заполнили телеграм-каналы с самым разным уровнем профессионализма и этики. Благодаря ряду таких каналов на нашем рынке там и тут периодически надуваются и лопаются пузыри. В первую очередь мы это видим в компаниях с небольшим в денежном выражении фри-флоатом, доступным для торговли. И здесь процесс биржевой торговли все больше принимает очертания геймификации.

Почему невозможно заблокировать такие каналы, я не знаю. Это осложняется еще тем, что инвесторы часто предпочитают в качестве инвестсоветника именно блогера или закрытый телеграм-канал,

а вовсе не профессионала. В результате действий виртуального блогера люди теряют вполне реальные деньги.

Такие вещи не полезны для рынка. Московская биржа уже борется с этим путем ограничений ценовых отклонений; совершенствует механизм дискретного аукциона. Но нужны и другие меры.

— Соответствуют ли характеристики российской страты хайнетов мировым тенденциям?

Состоятельные клиенты, которых мы обслуживаем, имеют модель инвестиционного поведения, отличную от поведения розничного инвестора. Прежде всего, это умные деньги. Деньги с большим опытом инвестирования в разные классы активов по всему миру.

Каковы основные потребности этих клиентов?

— Состоятельные клиенты, которых мы обслуживаем, имеют модель инвестиционного поведения, отличную от поведения розничного инвестора. Прежде всего, это умные деньги. Деньги с большим опытом инвестирования в разные классы активов по всему миру. Это деньги людей, которые имеют большой опыт в реальном бизнесе и большие связи, которые сами могут рассказать про компании и целые отрасли, зачастую лучше любого аналитика. Потому они требуют особого подхода. Например, сейчас на российском рынке прошла целая волна IPO. В тех случаях, когда со стороны наших клиентов есть интерес, мы устраиваем встречи с руководством компаний. В результате прямого общения инвесторы получают ответы на интересующие их вопросы и сами принимают решение, входить в сделку или нет. Иногда мы получаем заявки на все размещение, а иногда и ноль.

Из всех эмитентов, размещавшихся в 2023 году, хороший аппетит у хайнетов был только на две компании: это «Астра» и «Совкомбанк». Причем потенциальный спрос на каждую компанию покрывал весь объем размещения или даже превышал его.

— Что тут можно сказать: хорошие бизнесы.

— Насколько хороши эти бизнесы, покажет время. Многое зависит не только от стартовых условий. Например, Сбербанк

с 2009 года вырос практически в 20 раз, а ВТБ — и ныне там. Важен не только тип корабля, но и команда.

— Как вы оцениваете перспективы российского корпоративного долгового рынка? Рынка ОФЗ? Как оцениваете влияние на рыночную активность высокой ставки?

— Большинство фондов, инвестирующих на этом рынке, показали ужасные результаты. Никто не ожидал, что ставка вырастет так быстро. В начале 2023 года было много дискуссий о том, что в закрытой экономике не обязательно иметь высокие ставки. Но жизнь оказалась другой. Даже самые завзятые алармисты говорили о значении ключевой ставки порядка 10–11%. Реальность — ставку 16% — предсказать не смог никто.

Перспективы рынка зависят от того, смогут ли правительство и Банк России обуздать инфляцию. Надеемся, что монетарные власти в денежно-кредитной политике не будут вести себя, скажем так, новаторски. И тут мало что зависит от политической системы или стиля



правления. Есть Турция и Эрдоган, стиль правления которого часто называют авторитарным; там последние десять лет есть проблемы и с инфляцией, и с обесценением национальной валюты. Есть Аргентина — старейшая демократия Южной Америки, экономические реформы в которой часто ставились в пример после кризиса 1998 года. Однако там все намного хуже: курс песо за это время упал с 1 до более чем 800 за доллар, а страна не раз объявляла дефолт по своим обязательствам. Посмотрите на коммунистический Китай: последние 30 лет мы наблюдаем там фантастический рост. Эти примеры наглядно показывают, что задача сни-

жения инфляции целиком находится в области экономики.

Для российских рублевых облигаций прошлый год был сложным; для валютных облигаций — одним из лучших. Лидеры роста — субординированные облигации банков. Бессрочные бонды банка Тинькофф, которые летом торговались ниже 40%, после замещения торгуются в диапазоне от 81% до 103% (в зависимости от купона). А вечные бонды ВТБ на Московской Бирже за минувший год удвоились.

В следующем году процесс замещения, судя по всему, заканчивается. Соответственно, уйдут и арбитражные возможности. А мы получим очень

интересный и достаточно ликвидный внутренний рынок с большим набором инструментов.

— Но ставки по рублевым депозитам доходили в конце декабря до 17%?!

— Да, но все ли могут открыть депозит сроком на 1 день или с возможностью закрыть по первому требованию? А на Московской Бирже вы можете покупать однодневные облигации и фонды денежного рынка, которые за небольшую комиссию транслируют клиенту доходность с рынка РЕПО, а также делать РЕПО с КСУ. Таким образом на фондовом рынке можно оперировать своей ликвидностью фактически без ограничений. С уходом западных банков

и закрытием для нас международных рынков конкурентная позиция крупных локальных банков усилилась, и они разумно используют это для увеличения своей маржи. Доходность и условия банковских продуктов зачастую уступают тем возможностям, которые есть сегодня на рынке. Как только налогообложение депозитов и облигаций выровнялось, мы стали свидетелями значительного перетока средств с депозитов в облигации и фонды денежного рынка.

Следующий год для рынка бондов точно будет интересным. Такого изобилия инструментария, такой ликвидности не было прежде никогда. То, что было раньше доступно только крупным инвесторам на международном рынке, сейчас доступно локальному инвестору, притом в мелкой нарезке.

Следующий год для рынка бондов точно будет интересным: надеюсь, облигации порадуют своих держателей. Такого изобилия инструментария, такой ликвидности не было прежде никогда. То, что было раньше доступно только крупным инвесторам на международном рынке, сейчас доступно локальному инвестору, притом в мелкой нарезке. Любой инвестор может прийти и купить на бирже в один клик: прозрачно, технологично, ликвидно.

Что касается ОФЗ, тут я бы пока стоял в стороне: похоже, это не самый лучший актив на следующий год, или, по крайней мере, на первую его половину.

— Готов ли состоятельный российский клиент инвестировать на сравнительно долгую перспективу? Как вы оцениваете перспективы ИИС-3, ведь это тоже длинный инструмент?

— Инвестсчет 3-го типа (собственно, как и первые два) ориентирован все-таки не на нашу аудиторию, это инструмент для розничного инвестора.

ЗПИФ — основной рабочий инструмент крупного российского инвестора.

Для долгосрочного инвестирования ситуация сейчас непростая.

Но все же инвесторы очень разные. Кто-то до сих пор не может забыть денежную реформу Павлова. А кто-то жалеет, что упустил серьезные возможности: в 1998 году, в 2008 году. Цены на многие классы активов изменились кратно. Радикально поменялась вся структура отечественной экономики.

На рынок вышли бизнесы, владельцы которых не участвовали в залоговых аукционах, не скупали ваучеры, ничего не приватизировали. Это бизнесы, которые возникли с нуля, прошли путь от стартапа до огромной компании: как тот же «Магнит». Будем надеяться, что таких компаний будет все больше.

— Продолжится ли в 2024 бум IPO?

— Думаю, что индустрия будет продолжать работу в этом направлении. Компании почувствовали вкус бессрочных денег и теплоту внимания СМИ, так что эта тенденция продолжится. Хотя неудачные размещения были и будут. Что тут сказать: «творческие» люди присутствуют по обе стороны рынка.

Крупные компании только начинают осознавать, что структура инвесторской базы сильно поменялась в пользу ритейлового клиента — зачастую не имеющего профессиональных навыков оценки, склонного доверять закрытым телеграм-каналам и различным «гуру», принимать

эмоциональные решения. А более динамичные эмитенты (как правило, компании средней и малой капитализации) уже вовсю с ним работают, используя соответствующие каналы.

Потенциал для роста IPO и SPO в 2024 году особенно велик в высоко оценённых секторах. В первую очередь, это, конечно, ИТ.

— Следует ли каким-то образом стимулировать аппетит институциональных инвесторов к расширению инструментов инвестирования?

— Сегодня на рынке акционерного капитала категорически не хватает институциональных денег и экспертизы институциональных инвесторов. Даже наша не очень долгая история развития финансового рынка показала, что акции при правильном подходе и должной диверсификации бьют все другие классы активов, позволяя зарабатывать намного больше инфляции.

Поэтому я — за расширение мандата со стороны регулятора в эту сторону. □

Светлана Вареник

начальник отдела учета и контроля ипотечного покрытия Управления обслуживания ипотечного покрытия и инвестиционных фондов АО «ВТБ Специализированный депозитарий»

Участие клиента: min

Одним из главных трендов рынка секьюритизации остается цифровизация значительного количества процессов

Планируется интеграция сервиса Росреестра с федеральной информационной системой ведения ЕГРН. Реализация проекта позволит обеспечить единую защищенную цифровую среду, предоставит возможность совместной онлайн-подачи пакета документов на государственную регистрацию.

АО «ВТБ Специализированный депозитарий», являясь одним из активных участников инфраструктуры рынка секьюритизации, осуществляет постоянное взаимодействие с другими депозитариями, ипотечными агентами, Банком России, а также с кредитными организациями, которые, в свою очередь, могут выступать как originаторы, предшествующие кредиторы или сервисные агенты. Для того, чтобы оставаться актуальным партнером для своих и потенциальных клиентов и продолжать оказывать услуги на высоком уровне, «ВТБ Специализированный депозитарий» внимательно следит за изменениями в действующем законодательстве и новы-

ми тенденциями на рынке секьюритизации. И, конечно, одним из главных трендов на текущий момент остается цифровизация многих процессов в этой сфере.

Выступая депозитарием учета и хранения электронных закладных, за последний год мы наблюдаем значительное увеличение объема таких закладных по сравнению с предыдущим периодом. Однако следует оговориться, что в основном в данном процессе задействованы крупные банки-лидеры по выдаче ипотечных кредитов (топ-10). Во многом это связано с объективными причинами, на которых считаем нужным остановиться более подробно.