



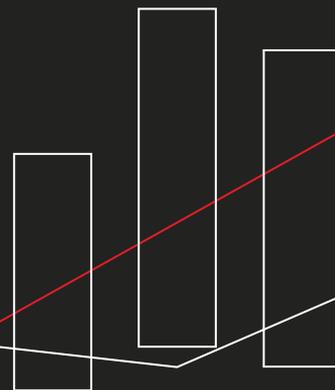
Аналитический обзор

РОССИЙСКИЙ ОБЛИГАЦИОННЫЙ РЫНОК: АДАПТАЦИЯ ЛУЧШЕ ОЖИДАНИЙ

Обзор подготовили:

Игорь Смирнов,
старший директор,
корпоративные,
суверенные и ESG-рейтинги,
Эксперт РА

Гульназ Галиева,
управляющий директор,
корпоративные,
суверенные и ESG-рейтинги,
Эксперт РА



Стратегический партнер



Генеральный партнер



Партнеры



Партнер секции



При участии



При участии
экологического партнера



Медиа-партнер



Резюме

Рынок публичного долга перевалил за 23 трлн рублей. Рекорду способствовала быстрая адаптация участников рынка к новым условиям. Ключевая ставка сдерживает рост, но бизнес вернулся к реализации инвестпрограмм, и вернулась потребность в новом долге. Фактическая дефолтность лучше расчетной и предыдущих периодов, что подтверждает — рынок свылся с новыми правилами. Сузившийся спред сегмента ВДО отражает, с одной стороны, несколько чрезмерную веру рынка в силу сектора, а с другой — при правильном подходе позволяет ВДО занимать не по заградительным ставкам. Фундаментальный драйвер роста рынка — розничный спрос. Он заметен во всех сегментах, особенно сейчас, когда ставки высокие и доходность бумаг сильно привлекательнее депозитов. При этом «физик» сохраняет аппетит к риску и позитивно смотрит на вложения в акции. Поэтому можно ожидать, что после длительного перерыва эмитенты начнут активнее обращаться к рынку акционерного капитала, а выпуск облигаций будет тестом публичного статуса перед IPO.

Рынок поставил рекорд. 2023 год превзошел ожидания: объем рынка облигаций показал внушительный рост и на 30.09.2023 достиг рекордных 23,4 трлн рублей. Оживление проявилось во всех сегментах рынка. Объем размещений к октябрю 2023 года достиг 2,8 трлн рублей без учета секьюритизации, структурных и замещающих бумаг, что в 2,7 раза превышает аналогичный период 2022-го. При отсутствии сильных шоков рынок может увидеть объем размещений в 2024 году до 3,5 трлн рублей.

Высокая ставка не парализовала рынок. Тенденция и далее была бы оптимистична, но с июля 2023 года ЦБ несколько раз повысил ключевую ставку из-за существенных проинфляционных рисков (с 7,5% в июле до 13% в октябре), и это не могло не отразиться на настроениях эмитентов. В августе – сентябре 2023 года рынок увидел 82 размещения объемом 915 млрд рублей во всех эшелонах. Это привело к тому, что один из основных плюсов выпуска облигаций для эмитента – нивелирование процентного риска – стал ставиться под вопрос с растущей идеей среди корпоративных заемщиков начать размещения бумаг с плавающей процентной ставкой.

Узкий спред сохранил рынок для МСП. Существенно сузившиеся спреды ВДО-выпусков, согласно профильным бенчмаркам опустившиеся ниже 300 б. п., вновь подняли диалог о том, что сегмент сильно перегрет, и доходности по таким выпускам не покрывают их рисков, и так ощутимо повысившихся из-за роста ключевой ставки. По мере развития ВДО-сегмента рынок проходит уже как минимум третий виток спирали потребности рискованных заемщиков в рефинансировании. Рефинансирование как экзистенциальная проблема этого сегмента рынка, похоже, становится прошлым. С ростом вовлеченности розничных инвесторов у заемщиков, которые смогут предложить адекватные рынку доходности, есть все возможности успешно привлечь новые деньги даже в сложное время. Такая ситуация нивелирует часть рисков дефолта.

Замещающие облигации добавят объема. Президентский указ об обязательном размещении замещающих облигаций до 1 января 2024 года обеспечит существенный стимул для роста рынка. При реализации позитивного сценария объем рынка может вплотную приблизиться к отметке 30 млрд долларов к концу 2023 года. Хотя выпуск замещающих облигаций и не принесет на рынок новых денег, он позволит приблизиться к нормаль-

ному функционированию рынка валютного долга с получением регулярных платежей и осуществлением купли-продажи бумаг без инфраструктурных ограничений.

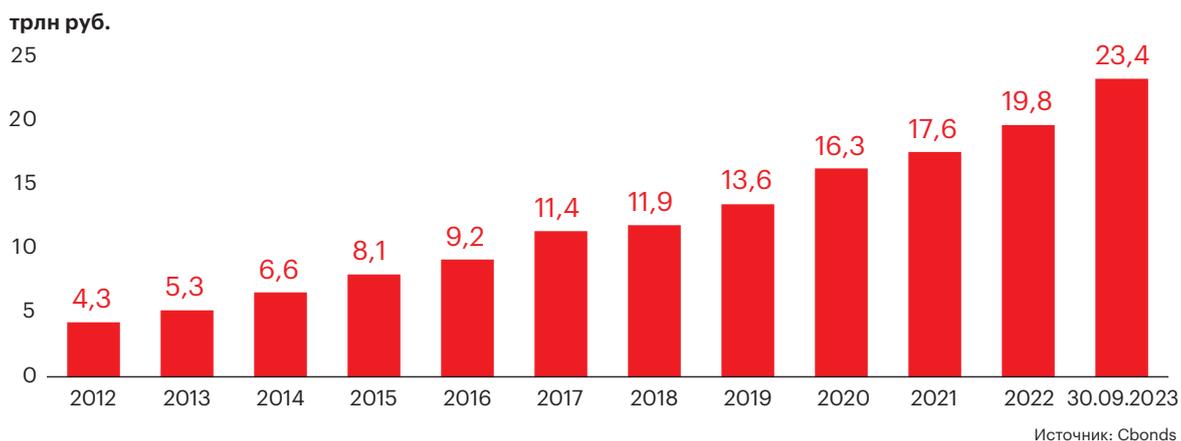
Розница поддержит рост. Розничные инвесторы продолжили выходить на биржу. Хотя и классический способ сбережения, банковские депозиты, показал существенный прирост средств, профицит ликвидности в банковской системе не позволял банкам давать наивысшие из возможных ставок по вкладам. Как элемент благосостояния домохозяйств депозиты увеличились с января 2022 года на 29%, до 49,5 трлн рублей, но весомая часть роста пришлась на текущие счета и вклады за рубежом. Розничный спрос, в предыдущие годы лидировавший в размещениях выпусков ВДО, в поисках баланса между риском и доходностями распространил свое внимание и на рейтинговые классы BBB-A. Но, несмотря на рост appetites и появление у организаторов опыта работы с таким классом инвесторов, вложения розницы в корпоративные долговые бумаги увеличились только на 1 трлн рублей, до 3,1, тогда как вложения в акции выросли на 3 трлн рублей, до 11,6. В таких условиях у нефинансовых компаний, особенно быстро растущих, образуется существенный потенциал привлечения средств в акционерный капитал путем проведения IPO. Классический маршрут публичности, в рамках которого компании сначала предпочитали выйти на облигационный дебют и только потом примеряться к IPO, потенциально может быть упрощен.

Рейтинги оценили адаптацию. Достаточно позитивная ситуация на облигационном рынке является не только следствием сугубо конъюнктуры рынка, но и стабилизации и улучшения ключевых финансовых показателей у эмитентов самых разных классов. Повышение кредитного качества заемщиков находит отражение в достаточном большом количестве позитивных рейтинговых действий у крупнейших национальных рейтинговых агентств. Ключевым фактором является планомерная работа эмитентов по реализации умеренной финансовой политики, нацеленной на снижение левереджа и поддержание хороших показателей по рентабельности, ликвидности и запаса средств для обслуживания процентной нагрузки. К середине октября 2023 года 22% рейтинговых действий привели к повышению рейтинга или улучшению прогноза. Мы ожидаем, что тенденция будет сохраняться и в 2024 году на фоне позитивных финансовых результатов многих эмитентов в 2023-м. Фактическая наблюдаемая дефолтность лучше расчетной, и это свидетельствует о хорошем уровне адаптации рынка к новым условиям, даже в высокорискованных сегментах.

Рекордный объем рынка

Облигационный рынок показал высокую скорость адаптации к новым обстоятельствам его существования. Продemonстрировав по итогам 2022-го новый рекорд в 19,8 трлн рублей, уже в IV квартале 2023 года объем рынка достиг 23,4 трлн рублей и обновил рекорд и объема, и прироста. Нужно отметить, что часть этого прироста обусловлена переоценкой валютных обязательств на фоне рекордно ослабшего курса рубля в III–IV кварталах 2023 года.

График 1. Осенью 2023 года рынок показывает наибольший объем в истории



Высокая ставка не парализовала рынок

За девять месяцев 2023 года рост наблюдался во всех сегментах рынка. Основной движущей силой, конечно, выступает первый эшелон, перед которым теперь стояла задача не только заместить внешние источники фондирования, но и найти средства на развитие на внутреннем рынке. Но и следующие эшелоны также достаточно активно размещались, и к рынку обращались эмитенты-дебютанты из более низких рейтинговых классов. Если в 2022 году многие эмитенты, в т. ч. средних рейтинговых классов предпочли поставить на паузу инвестиционные программы и связанные с ними облигационные планы, то в 2023-м рынок увидел реализацию многих из этих намерений. Крупнейшие эмитенты вернули хотя бы часть капиталовложений, наиболее требовательных к длине привлекаемых денег, возвращается возможность более уверенного среднесрочного планирования, вновь обсуждаются потенциальные сделки M&A, как всегда актуальна необходимость в диверсификации финансирования, и банкам нужна диверсификация портфелей. По итогам девяти месяцев 2023 года без учета эмиссии структурных, замещающих бумаг и секьюритизации были выпущены бумаги на 2,8 трлн рублей, из них на сделки эмитентов с наивысшим рейтингом пришлось порядка 56%, эмитентов категорий А и АА – 28%.



Элла Гимельберг,
управляющий партнер консалтингового бюро,
Прагматик:

«К сожалению, заимствования в виде облигаций практически ни в одной отраслевой программе не подпадают под субсидирование, что вызывает недоумение. Если в ближайшем будущем облигационные выпуски будут иметь возможность субсидировать ставку купона по аналогии с кредитными продуктами, то интерес к фондовому рынку вырастет кратно».

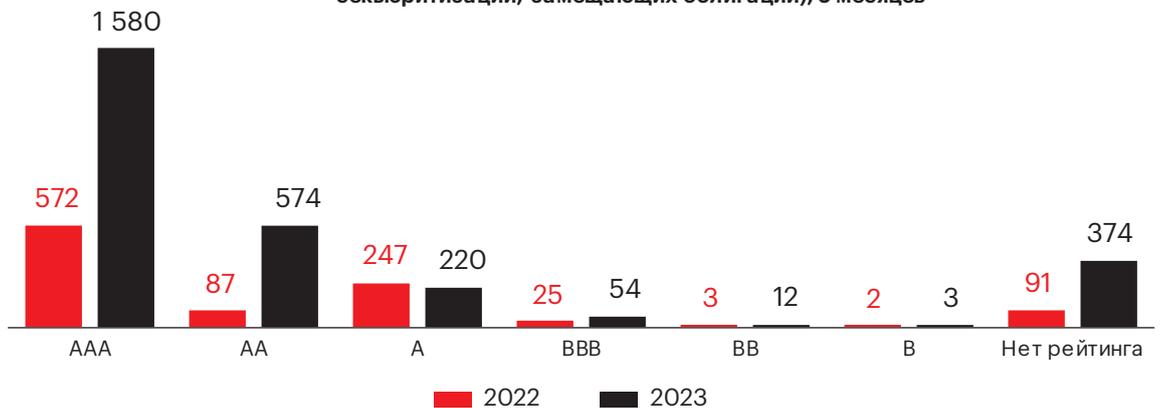


Егор Диашов,
Генеральный директор,
ИК Диалот:

«Развитию рынка поможет расширение государственной поддержки эмитентов ценных бумаг. На текущий момент есть основная программа субсидирования от Министерства экономического развития, которая предоставляет субсидии на организацию и выплату купонного дохода, но для кратного роста рынка только ее недостаточно».

График 2. В объемах доминируют AAA-эмитенты, но следующий эшелон также был активен

Объем размещений облигаций в млрд руб. (без учета структурных бумаг, секьюритизации, замещающих облигаций), 9 месяцев



Источник: Cbonds, расчеты агентства «Эксперт РА»

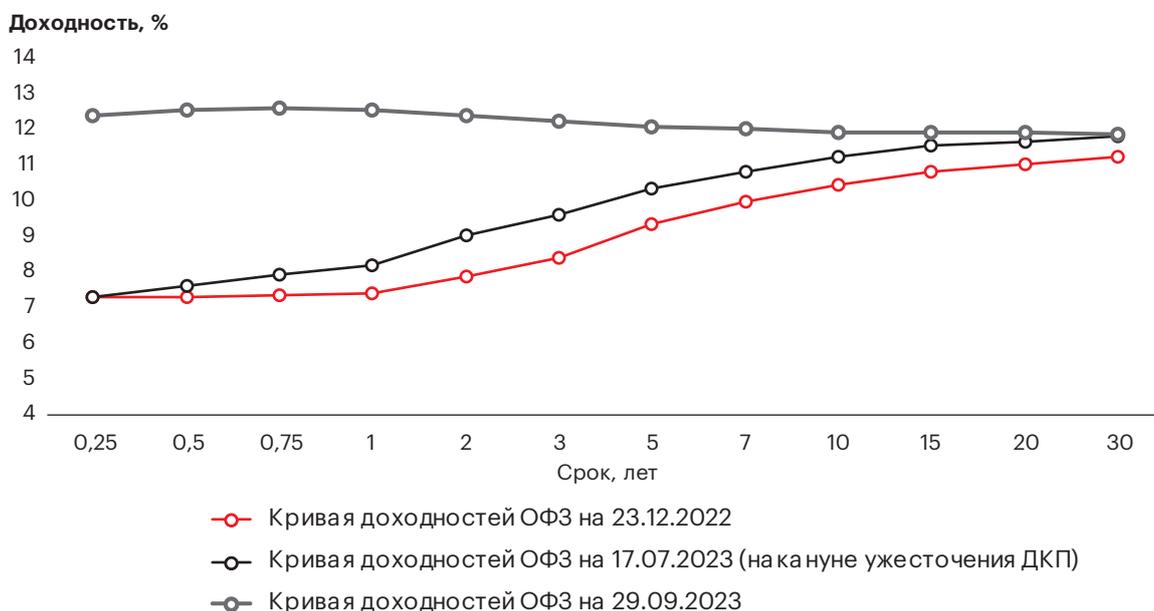
Ситуация со ставками ОФЗ характеризовалась уже меньшей драматичностью, чем за аналогичный период 2022 года, но тем не менее все еще была волатильной. Стабилизировавшийся к концу 2022-го уровень доходностей ОФЗ болезненно реагировал на повышение ключевой ставки, демонстрируя к началу IV квартала 2023 года инвертированную кривую доходности впервые с лета 2022-го. Волатильность ставок также обострила нежелание крупнейших банков покупать бумаги с фиксированной ставкой.



Рустем Кафиатуллин,
директор департамента долгового капитала,
Синара Инвестиционный Банк:

«По нашему мнению, новые условия не оказали существенного влияния на рынок корпоративного долга. Изменились макроэкономические условия, изменился рынок акций и евробондов – инструментов, в которые раньше инвестировали иностранцы. Средства российских инвесторов, которые раньше частично уходили на западный контур, теперь аккумулируются в пределах страны».

График 3. Кривая доходностей ОФЗ инвестировалась после решений Банка России



Источник: Московская биржа

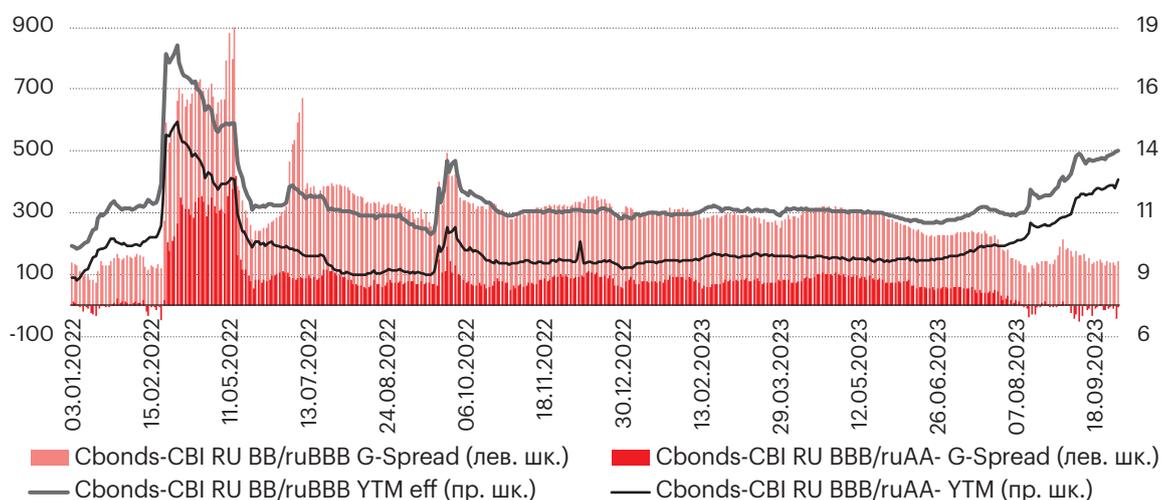
В 2023 году доходности были практически неизменны вместе с ключевой ставкой. Согласно индексу агрегированных доходностей Cbonds CBI для компаний первого (рейтинг ruAA- и выше) и второго эшелонов (ruBBB – ruA+) средний уровень доходностей до июля 2023 года находился в коридоре 50–100 б. п. и 230–300 б. п. соответственно. Однако с июля в ожидании действия регулятора спреда ощутимо сузились, закрепившись в сентябре в отрицательной зоне для первого эшелона и ниже 150 б. п. – для второго.



Евгений Самойлов,
генеральный директор,
Русаудит:

«Безусловно, есть ситуации, когда раскрытие информации может навредить каким-либо государственным задачам, но сейчас в данной сфере больше манипуляций, чем реальных обстоятельств. Степень доверия к некоторым эмитентам явно будет ниже, и непонятно, кто выиграет в итоге – точнее, кто больше потеряет в оценке компании или в дивидендном потоке».

График 4. Спреды к ОФЗ высококлассных бумаг сильно сузились



Источник: Cbonds

Узкий спред сохранил рынок для МСП

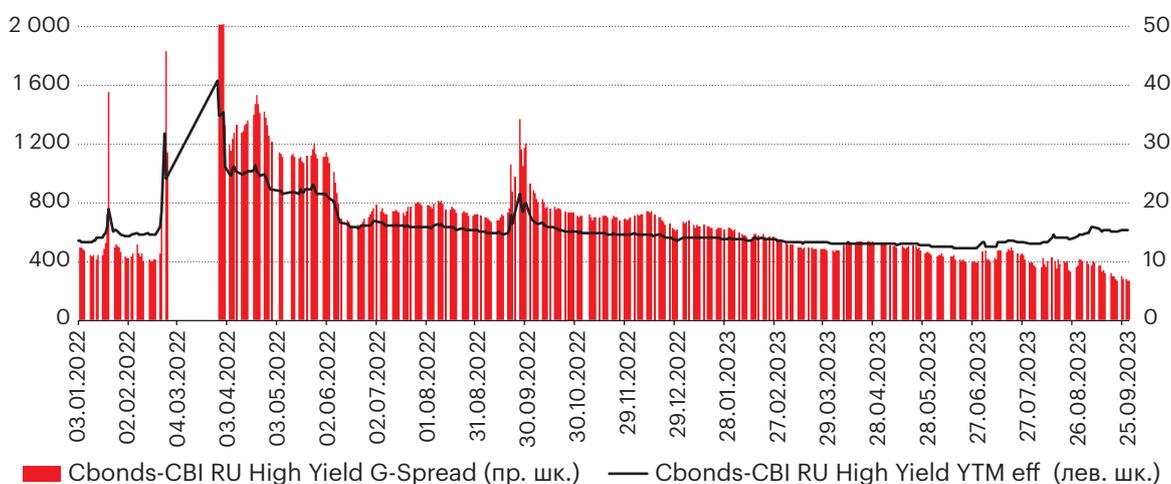
Сегмент высокодоходных облигаций двигался в том же векторе, что и более надежные бумаги. Индекс агрегированной доходности Cbonds CBI ВДО показывал достаточно стабильную динамику и не так остро отреагировал на рост ключевой ставки, находясь в коридоре 12–14% до августа 2023 года и достигнув 15% в сентябре. Спред стабильно сужался начиная с апреля 2023-го, пройдя путь от 650 б. п. в начале года до 267 б. п. к концу сентября, сильно приблизившись в показателям более качественных инструментов и даже выведя такие инструменты из классического определения ВДО, описывающего их как бумаги с премией свыше 500 б. п.



Николай Леоненков,
директор Департамента корпоративных финансов
АО «ИК «РИКОМ-ТРАСТ»:

«Эмитенту не стоит бояться обсуждать и трудности бизнеса, планируемые пути их преодоления. Они всегда бывают, без них никак. Российский инвестор в отличие от западного, как правило, сопереживает эмитенту, высказывает какие-то рекомендации, идет на уступки при определении параметров очередных выпусков».

График 5. Риски в ВДО подверглись существенной переоценке



Экзистенциальная проблема рынка высокодоходных облигаций – сможет ли эмитент рефинансировать свой заем через год-два – перестает таковой быть. Заемщики научились хорошо работать с розничными инвесторами, вовлеченность инвесторов – физических лиц в рынок только растет. В 2024 году через погашение проходят облигации с низкими рейтингами и без них на 76 млрд рублей (из объема без рейтинга исключены дефолтные и не ВДО-эмитенты по критерию размера эмиссии до 1,5 млрд рублей). При адекватной оценке премии при размещении эмитентом и организаторами у заемщика есть все возможности привлечь необходимые средства.



Максим Чернега,
руководитель направления DCM департамента
корпоративных финансов,
Цифра брокер:

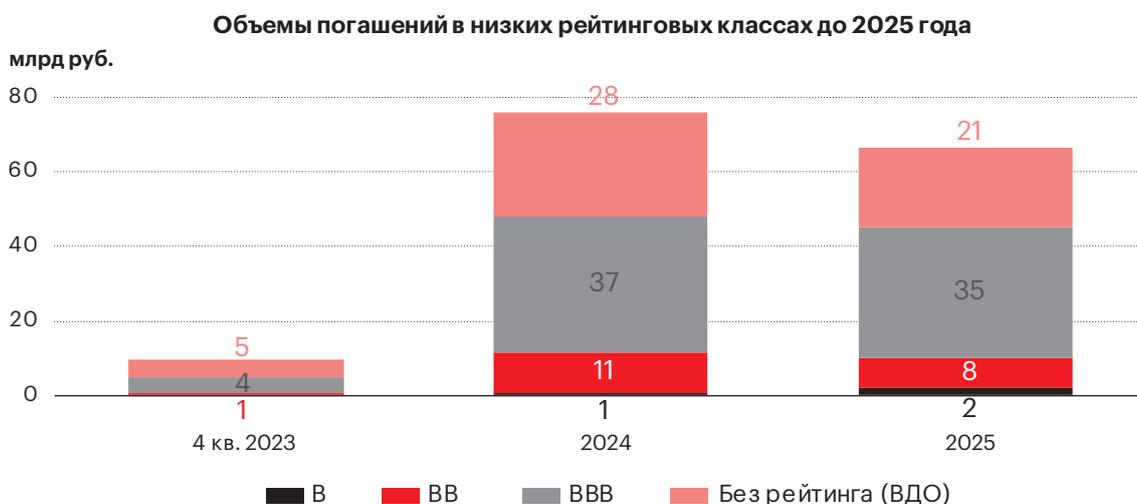
«В целом инвесторы научились смотреть на рейтинги, иногда читать пресс-релизы, но в то же время нет такого эмитента, в которого он не рискнул бы вложиться, даже под страхом дефолта, ради нескольких лишних процентов прибыли».



Дарья Силантьева,
финансовый директор,
Дарс-Девелопмент:

«Для успешного размещения необходимы желание и воля руководства, слаженная командная работа всех подразделений, готовность к повышению прозрачности стратегии и процессов компании».

График 6. Потребности в рефинансировании в ВДО умеренны



Источник: Cbonds, расчеты агентства «Эксперт РА»

Дефолтность сегмента ВДО и более высокая подверженность рыночным рискам, которые долго беспокоили рынок, приходят в норму. С начала 2023-го в дефолт вошли четыре эмитента (годом ранее – 13). Календарь событий дефолта, который отслеживает Cbonds, хотя и демонстрирует достаточно большое их количество, но за девять месяцев 2023 года из 222 событий 68% приходится только на компании «Обувь России» и «Открытие Холдинг». Несмотря на хорошую статистику, инвесторам рано полностью расслабляться – многие дефолты, произошедшие при приемлемых финансовых показателях компаний, были вызваны внешними факторами, например, претензиями регуляторов или налоговых органов. Отдельная дискуссия идет в отношении громких кейсов евробондов ГТЛК и отдельных выпусков Республики Беларусь, где инвесторское сообщество публично призывает к фиксации дефолта. Несмотря на развитие рынка, для многих эмитентов все еще характерны изъяны системы управления, будь то неудовлетворительное качество управления рисками, слабый уровень планирования и концентрация управления в руках бенефициаров, а также недостаточно прозрачные сделки со связанными сторонами.



Антон Ефремов,
партнер,
Юникон:

«Мы считаем, что рост числа инвесторов – физических лиц должен способствовать тому, чтобы качественный аудит занял важное место в системе ценностей организаторов выпусков и самих компаний-эмитентов. Это будет способствовать снижению рисков и повышению долгосрочной устойчивости эмитентов».



Алексей Примаченко,
управляющий партнер,
Global Factoring Network:

«Специфика факторинговой деятельности дает возможность максимально диверсифицировать состав источников фондирования, мы это активно используем. Биржевые облигации позволяют привлечь фондирование от широкого круга инвесторов на длительный срок, снизить зависимость от крупных кредиторов в лице банков».

График 7. Девять месяцев 2023 года обошлись без громких дефолтов



Источник: Cbonds

Замещающие облигации добавят объема

Президентский указ об обязательном размещении замещающих облигаций до 1 января 2024 года обеспечит существенный стимул для роста рынка. Указ распространяется на еврооблигации, по которым права держателей учитываются отечественными депозитариями. Параметры замещающих бумаг должны быть аналогичны еврооблигациям по сроку погашения, размеру дохода, календарю купонных выплат и номинальной стоимости. До этого у эмитентов был выбор в способах исполнения обязательств – они могли выпу-

скать замещающие облигации или же проводить отдельные платежи в НРД, в западную инфраструктуру. При реализации позитивного сценария объем рынка может вплотную приблизиться к отметке 30 млрд долларов к концу 2023 года, но эта цифра не учитывает неопределенности в отношении фактической доли российских держателей. По расчетам агентства прошедшие сделки с замещающими облигациями сумели заместить порядка 48% от первоначальных объемов евробондов. Хотя выпуск замещающих облигаций и не принесет на рынок новых денег, он позволит приблизиться к нормальному функционированию рынка валютного долга с получением регулярных платежей и осуществлением купли-продажи бумаг без инфраструктурных ограничений. Кроме диверсификации, замещающие облигации предлагают держателям достаточно высокие доходности. Если вначале спреды между доходностями бондов эмитентов с рейтингами ruAA- и выше и доходностями замещающих облигаций составляли порядка 220 б. п., то уже в июле они предлагали на 143 б. п. больше. В 2021-м, до обострения кризисных условий рублевые облигационные выпуски с максимальным рейтингом кредитоспособности размещались по ставке купона на уровне около 7–8% годовых, в то время как еврооблигационные займы таких эмитентов размещались по ставке купона на уровне около 1,5–3% годовых.

График 8. Летом 2023 года замещающие облигации предлагали очень высокие доходности

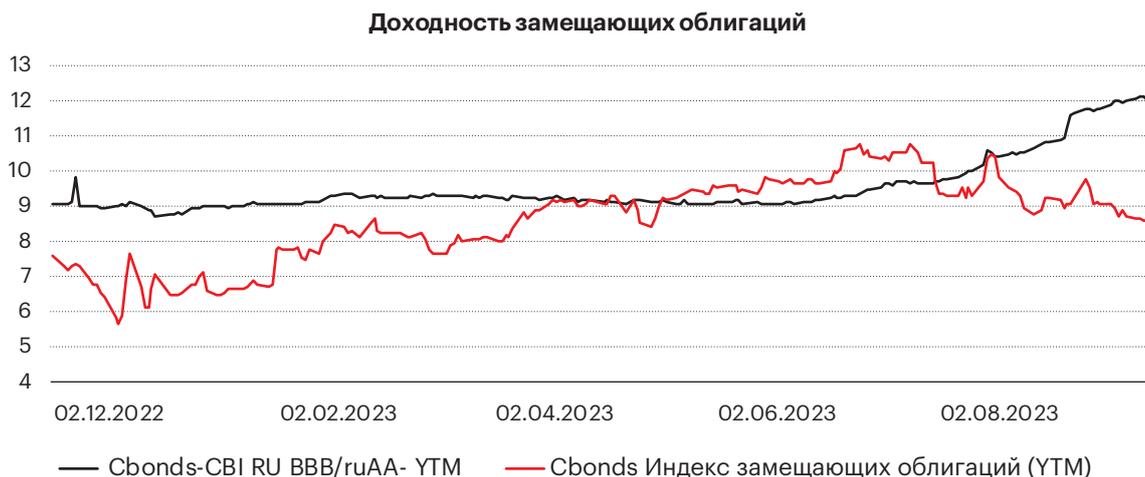
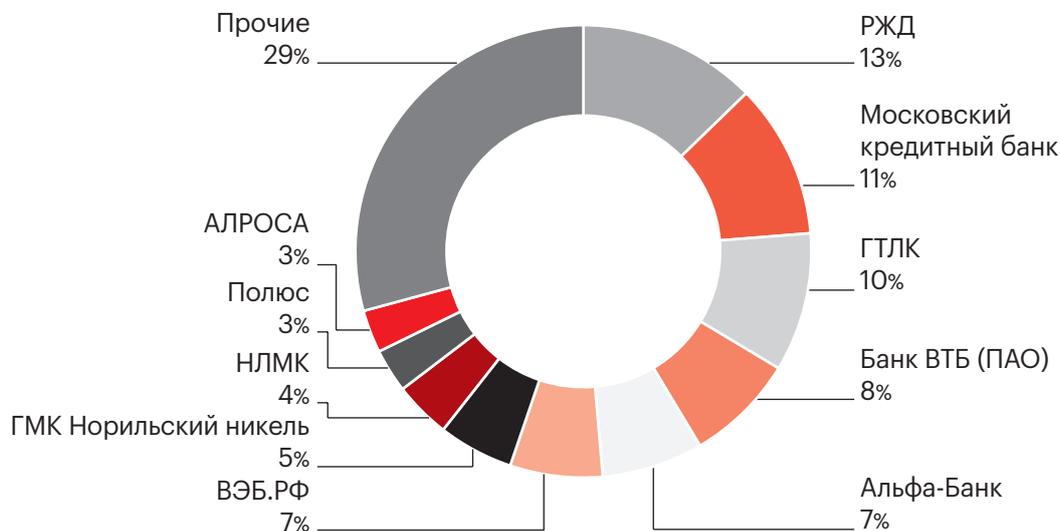


График 9. В обращении остается 32,8 млрд долл. незамещенных евробондов

Распределение топ-10 эмитентов еврооблигаций в обращении без замещающих бумаг



Алексей Лазутин,
генеральный директор,
МГКЛ (ГК Мосгорломбард):

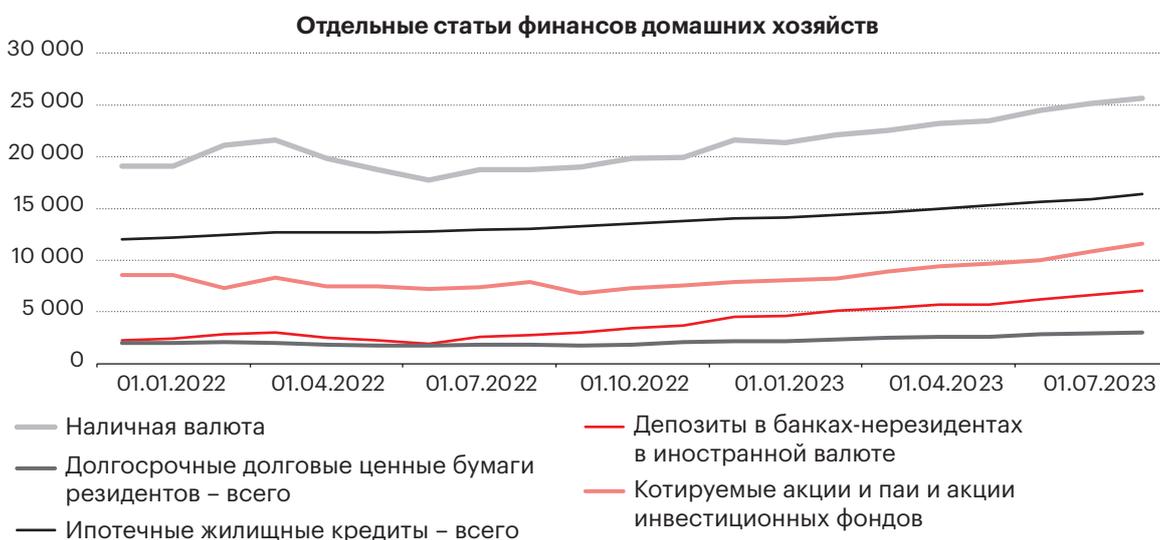
«В нынешних геополитических условиях для россиян существенно сократились возможности по вложению в иностранные финансовые инструменты. Но необходимость вложить средства осталась. И мы видим, что инвестору из РФ интересны российские инвестиционные инструменты и с точки зрения хеджирования своих сбережений, и с точки зрения их приумножения».

Розница поддерживает рост рынка

Розничные инвесторы продолжили выходить на биржу. Хотя и классический способ сбережения, банковские депозиты, показал существенный прирост средств, профицит ликвидности в банковской системе не позволял кредитным организациям давать наивысшие из возможных ставок по вкладам. Как элемент благосостояния домохозяйств депозиты увеличились с января 2022 года на 29%, до 49,5 трлн рублей, но весомая часть роста пришлась на текущие счета и вклады за рубежом. Несмотря на достаточно свежий в памяти инвесторов эпизод с приостановкой работы биржи и заморозкой части активов, финансовый рынок по-прежнему является притягательным инструментом для роста благосостояния. Розничный спрос, в предыдущие годы лидировавший в размещениях выпусков ВДО, в поисках баланса между риском и доходностями распространил свое внимание и на рейтинговые классы BBB-A. Но, несмотря на рост appetites и появление у организаторов опыта работы с таким классом инвесторов, вложения розницы в корпоративные долговые бумаги увеличились всего на 1 трлн рублей, до 3,1, тогда как вложения в акции выросли на 3 трлн рублей, до 11,6.

В таких условиях у нефинансовых компаний, особенно быстро растущих, образуется существенный потенциал привлечения средств в акционерный капитал путем проведения IPO. Классический маршрут публичности, в рамках которого компании сначала предпочитали выйти на облигационный дебют и только потом примеряться к IPO, потенциально может быть упрощен. Участникам рынка стоит обращать внимание, что, несмотря на большое количество открытых счетов, наполненность их достаточно низкая. Среднестатистический розничный инвестор совершенно не стремится к частому обращению к рынку и постоянному проведению операций, все еще воспринимая рынок акций как игровой автомат, к которому в Telegram в изобилии продаются рецепты, как обмануть рынок. Если отечественный рынок акций пока не годится для пассивного инвестирования «купил и забыл», то рынок облигаций в условиях высокой ставки может предложить и высокие ставки, и отсутствие необходимости постоянно торговать. Но по сравнению с азартными играми рынка большинству граждан известен куда более простой и очевидный для них путь роста благосостояния, который еще и улучшает качество жизни прямо сейчас – ипотека, что отражается в 37% роста задолженности всего меньше чем за два года.

График 10. Ставка физических лиц на облигации все еще очень мала



Александр Соломенцев,
директор департамента по работе с инвесторами,
РЕД СОФТ:

«Учитывая рост спроса со стороны инвесторов на новые имена и благоприятное отношение к сектору информационных технологий, по нашему мнению, облигационный рынок сможет стать ключевым источником длинных денег, обеспечивающим достижение технологического суверенитета государства».



Максим Долгополов,
акционер,
ИФГ Агастон:



Валентина Масик,
генеральный
директор,
ИФГ Агастон:

«Недвижимость – это такое вложение, которое в долгосрочной перспективе нивелирует рыночные колебания ставок, цен, конъюнктуры рынка и т. д. и всегда приносит доход выше, чем по депозитам».

Рейтинги оценили адаптацию

Аккредитованные национальные рейтинговые агентства также фиксировали хороший темп адаптации рейтингуемых лиц к новым условиям в экономике. К середине октября 22% всех рейтинговых действий, осуществленных в отношении нефинансовых компаний всеми агентствами, привели к повышению рейтинга или улучшению прогноза. Причины повышений достаточно разнообразны и отражают всю специфику корпоративных заемщиков: изменение корпоративной структуры в ряде сделок слияния и поглощения, выход реализуемых проектов из инвестиционной стадии в операционную, бурный рост отдельных рынков. Но ключевой причиной является планомерная работа эмитентов по реализации умеренной финансовой политики, нацеленной на снижение левереджа и поддержание хороших показателей по рентабельности, ликвидности и запаса средств для обслуживания процентной нагрузки. Также достаточно большая доля новых присвоений рейтингов (22%) даже в тех случаях, когда эмитент получает рейтинг не впервые, говорит о том, что и в переменчивых условиях рынка новые эмитенты готовятся к выпускам, а уже проводившие эмиссии компании продолжают IR-работу и заботятся о том, как их воспринимает рынок.

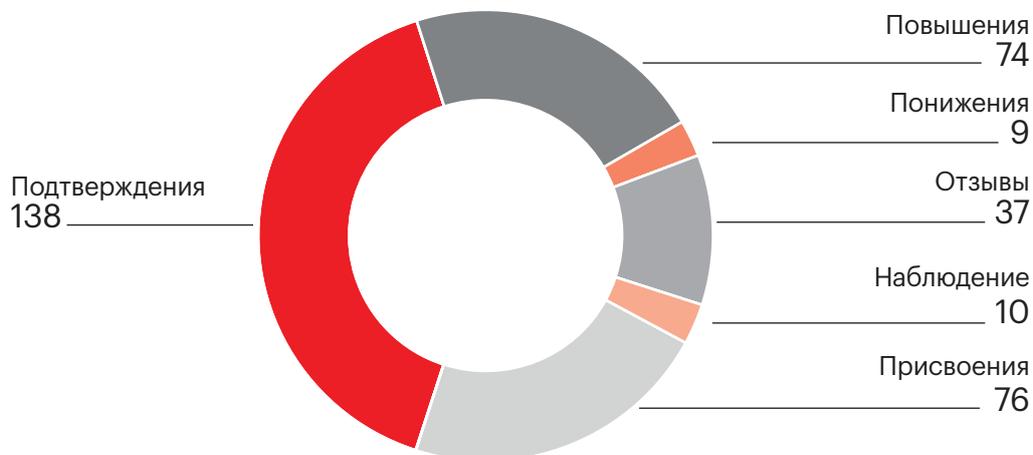


Сергей Королев,
Заместитель генерального директора
по инвестиционному развитию,
ППК РЭО:

«За прошедший год анализ проектов, с которыми мы работаем, позволил отметить, что многие предприниматели сумели адаптироваться к новым реалиям. Безусловно, проблематика по поставкам отдельных видов оборудования на сегодняшний день остается на уровне 2022 года. Такая проблема отразилась на сроках реализации существенно, поскольку приходится перестраивать логистические цепочки поставки либо применять альтернативные решения и оборудование производителей дружественных стран».

График 11. Распределение рейтинговых действий к 18 октября 2023 года

Количество рейтинговых действий всех национальных агентств в 2023 году



Источник: материалы АКРА, НКР, НРА, расчеты агентства «Эксперт РА»



Сергей Савинов,
генеральный директор,
Интерлизинг;
вице-президент,
Объединенная Лизинговая Ассоциация:

«Мы отмечаем, что все успешные размещения сопровождаются раскрытием результатов работы эмитента и его планов на ближайшую перспективу. Только в диалоге с инвесторами и выстраивании долгосрочной политики открытости возможно формирование объективной оценки эмитента и, как следствие, адекватной оценки риска и стоимости заимствования».

Интервью с партнерами



Рустем Кафиатуллин,
директор департамента долгового капитала,
Синара Инвестиционный Банк

– Насколько хорошо, по вашему мнению, российский облигационный рынок адаптировался к новым условиям? Какие бы основные достижения рынка вы выделили? Что мешает его росту?

– Основными эмитентами на рынке корпоративных облигаций были и остаются российские компании, то же самое касается и инвесторов. По нашему мнению, новые условия не оказали существенного влияния на рынок корпоративного долга. Изменились макроэкономические условия, изменился рынок акций и евробондов – инструментов, в которые раньше инвестировали иностранцы. Средства российских инвесторов, которые раньше частично уходили на западный контур, теперь аккумулируются в пределах страны. Крупные институциональные инвесторы вынуждены покупать облигации российских эмитентов, что оказывает стимулирующее воздействие на рост рынка, который бьет все рекорды по размещениям. При этом последние месяцы мы вступили в период повышения ставок и реализации макроэкономических рисков, эмитенты начинают откладывать размещения, уменьшают объемы выпуска, что может замедлить темпы роста.

– Как чувствует себя инвестиционное направление банка? Как банк адаптировался к трансформации рынка — что поменялось во взаимодействии с эмитентами и инвесторами, а также другими банками-организаторами?

– Наше инвестиционное направление чувствует себя прекрасно, за этот год мы разместили рекордное количество выпусков. Начиная с февраля рынок наблюдает новую силу — это ретейл. Инвесторы — физические лица сегодня играют особую роль в размещениях, с этим невозможно не считаться. Банки-организаторы активно ориентируются на физических лиц, маркетинговые мероприятия планируются с фокусом на ретейл. Наблюдали сделки, в которых спрос со стороны розницы еще до начала размещения был больше, чем номинальный объем выпуска. Сегодня зачастую именно частные инвесторы оказывают ключевое влияние на цену размещения, определяют финальную ставку купона, переподписка по которой может быть и трехкратной. Однако стоит понимать, что фактор спроса со стороны физических лиц непредсказуем — они очень чувствительны к ставке. Если не попасть в ожидания по доходности, один и тот же эмитент с размещениями с разницей в три месяца может быть как разорван ретейлом, так и вовсе не вызвать у розницы никакого интереса.

– Эмитентов каких секторов экономики вы оцениваете как наиболее привлекательных для розничного инвестора на ближайший год?

– Эмитенты отрасли девелопмента традиционно вызывают интерес со стороны ретейла. В первую очередь это обусловлено понятной моделью ведения бизнеса девелоперских компаний для частных инвесторов. Еще один фактор – опыт, многие физические лица ранее активно рассматривали недвижимость в качестве альтернативы вкладам, поэтому покупка облигаций для них инструмент интересный и к тому же не вызывающий проблем с ликвидностью. Также не стоит забывать, что девелоперы предлагают более высокие ставки, чем компании других секторов с сопоставимыми рейтингами. Девелоперам нужны деньги, и требуются они в конкретный отрезок времени: в отличие от эмитентов из других отраслей девелоперы не могут долго выжидать благоприятного момента, несмотря на турбулентность ставок, все равно будут выходить на рынок и делать займы. Еще одним привлекательным для розничных инвесторов сектором является лизинг. Эмитенты – лизинговые компании часто предлагают ежемесячный купон и амортизацию по своим выпускам, что в сочетании с привлекательной доходностью вызывает высокий интерес со стороны ретейла.

– Ранее наблюдались примеры развития эмитентами отношений с инвесторами путем дебюта на рынке капитала с размещением облигаций и последующим выходом на IPO. Последний год принес много дебютных выпусков, но только пару первичных размещений акций. Принесет ли нам ближайший год новые подобные кейсы?

– Да, мы однозначно ожидаем роста количества подобных кейсов. Первичный выход на долговой рынок рассматривается дебютантами не только как инструмент привлечения дополнительного финансирования и диверсификации кредитного портфеля, но и как отличный способ познакомиться с инвесторами, попробовать инструменты маркетинга и возможности инфраструктуры. Если раньше большинство компаний стремились провести IPO на Лондонской и других западных биржах и в качестве одного из этапов привлекали евробонды, то в ближайшее время будут размещаться на российских биржах.

– Как сейчас для банка выглядит портрет желаемого клиента для организации дебютного размещения?

– Главное, чтобы у собственников и менеджмента компании было понимание, зачем им нужны облигации, каких целей они смогут достичь, принимая решение выйти на долговой рынок, стать публичными. Должен быть четкий план, для чего эмитент привлекает деньги и как намерен их возвращать.

Мы формируем портрет клиента исходя из предпочтений инвесторов, многое решает история и узнаваемость бренда, понятная конкурентная среда и перспективы развития. Идеальный дебютант – компания с амбициозными целями, открытая к сотрудничеству.

– Насколько плотный у банка пайплайн работы с новыми эмитентами? Сколько дебютов в ближайший год вы ожидаете?

– Мы ожидаем не менее 10–15 дебютных размещений. Пайплайн с новыми именами достаточно плотный, но нужно понимать, что процесс вывода дебютантов на рынок гораздо более сложный и долгий, чем организация размещений опытных эмитентов. Срок подготовки дебютанта занимает около шести месяцев, в то время как первый эшелон выходит на рынок в среднем за несколько дней.

– Какие, по вашему мнению, самые яркие красные флаги в отношении потенциального эмитента для организатора дебютного размещения?

– Потенциальным эмитентам, рассматривающим для себя возможность выхода на рынок публичного долга важно осознавать, что красные флаги бывают не у отдельных организаторов, а скорее у биржи. Существует достаточно строгая процедура прохождения КУС, несоответствие ей может послужить барьером для размещения. Всегда настораживают неясные структура собственности и корпоративная структура, несоответствие корпоративным стандартам.

– Каковы особенности маркетинга корпоративных облигаций для физических лиц? Как сильно влияют финансовая грамотность и квалификация инвестора на IR-деятельность?

– Если раньше для крупных инвесторов были популярны бизнес-завтраки, то сегодня, в эру розницы этот формат уже не работает. Для физических лиц подходят только онлайн-мероприятия. Мы всегда рекомендуем нашим эмитентам проводить вебинары перед размещениями, в рамках которых у каждого инвестора появляется возможность поближе узнать компанию, задать интересующий вопрос. Большой розничный спрос удается охватить через работу с профильными Telegram-каналами. Так называемые чатики тоже оказывают влияние на мнение ретейла.

– Как вы смотрите на возможную дефолтность на рынке? Какие сектора с повышенным риском можно выделить?

– Вероятность дефолтов есть всегда, особенно когда на рынок выходят эмитенты с рейтингом категории «В». Важно, чтобы рейтинговые агентства, биржа, организаторы доводили эти риски до инвесторов. Потенциальная дефолтность заложена, например, в уровне кредитного рейтинга: у эмитента категории «В» вероятность дефолта на горизонте трех лет больше 20%, поэтому они и дают такую высокую доходность. В сложившихся рыночных условиях столкнуться с трудностями могут не только компании с низким кредитным качеством, но и те, кто изначально вел агрессивную кредитную политику и сосредоточил выплаты на текущий момент времени.

– Какую рекомендацию по работе с облигационным рынком на ближайший год вы можете дать частному инвестору, как опытному, так и новичку?

– Мы рекомендуем использовать как можно больше источников информации. Нужно следить за рынком, за своими эмитентами и новыми размещениями, читать пресс-релизы рейтинговых агентств и аналитические обзоры банков и брокеров. Чем больше разных мнений об эмитенте удастся проанализировать, тем осознаннее будет выбор. И самое главное, не паниковать и не терять позитивного настроя!



Сергей Королев,
заместитель генерального директора
по инвестиционному развитию,
ППК РЭО

– ППК «РЭО» уже несколько лет выступает драйвером реформы переработки ТКО. Как для компании и всей индустрии переработки завершается 2023 год, какие вы можете подчеркнуть главные достижения? Какие ваши приоритеты на следующий год?

– По итогам этого года мы отмечаем такие ключевые точки, как результаты инвестиционной деятельности, результаты по вводу новых мощностей по обращению с ТКО, принятие важнейших нормативных инициатив. Обо всем по порядку.

Самым важным достижением в области инвестиционной деятельности нашей компании в этом году можем отметить успешную практику применения такой меры поддержки отрасли, как выдачу льготных займов инвесторам, реализующим проекты по строительству объектов обращения с ТКО, из средств от выпуска облигаций ППК «РЭО». В этом году восемь из девяти запланированных проектов уже получили финансирование в объеме до 95% от сметной стоимости. Совокупный объем поддержки ППК «РЭО» в 2023 году составит почти 30 млрд рублей. Это означает, что помимо собственных средств инвесторов ППК «РЭО» в отрасль привлечены еще 30 млрд рублей внебюджетных инвестиций. А благодаря субсидии, которая покрывает 90% ключевой ставки Банка России при начислении купонного дохода по облигациям, стоимость финансирования для инвесторов на текущий момент составляет не выше 6,5–7,5% годовых, что сейчас в два раза дешевле, чем займы банков на рыночных условиях. При этом срок такого займа составляет до 12 лет. Эта поддержка позволяет обеспечить экономию на плате граждан в среднем в размере 22% от текущего уровня ежемесячного платежа гражданина по сравнению с финансированием таких же проектов за счет рыночных источников финансирования. Из поддержанных в этом году проектов в промышленную эксплуатацию вводятся до конца 2023-го пять комплексов совокупной входящей мощностью 2,4 млн тонн ТКО в год! Это проекты, реализуемые в Московской области и в г. Санкт-Петербурге.

Дальше – больше. На будущий год к предоставлению такой поддержки мы уже отобрали ряд проектов. На сегодня перечень насчитывает 36 инвестиционных проектов, которым планируется предоставить финансирование за счет средств от выпуска облигаций в 2024 году на сумму до 123 млрд рублей. Оказание поддержки проектам с предоставлением финансирования в 2024-м позволит создать мощности по обработке в размере около 8 млн тонн ТКО в год, по утилизации – около 3 млн тонн ТКО в год и по размещению – до 4 млн тонн ТКО в год.

В части принятия важных решений для осуществления инвестиционной деятельности в отрасли необходимо отметить принятие изменений в Правила № 1762. Это важное и правильное решение принято с целью применения механизма финансирования проектов за счет средств от выпуска облигаций ППК «РЭО», которые реализуются с целью

создания объектов утилизации вторичных ресурсов. Льготная ставка финансирования ППК «РЭО» позволит стимулировать переработчиков строить новые современные предприятия, позволяющие вовлекать во вторичный оборот ценные ресурсы и создавать новую продукцию от отходов. Отбор уже прошли проекты на финансирование в 2024 году на сумму почти 8 млрд рублей. В отрасли в результате их реализации появятся объекты переработки вторичных ресурсов мощностью 313 тыс. тонн в год.

– ППК «РЭО» ранее озвучивала широкие планы по инвестициям в проекты, направленные на развитие практик переработки коммунальных отходов. Как структурная адаптация сказалась на инвестиционной деятельности компании? Эмитентов каких секторов экономики вы оцениваете как наиболее привлекательные для розничного инвестора на ближайший год?

– Сохранится интерес частных инвесторов к сделкам с ценными бумагами компаний, с деятельностью которых они хорошо знакомы – в сфере ретейла, связи, энергетики, нефтяной и газовой промышленности. В 2023 году розничный инвестор проявляет повышенный интерес к бумагам с ипотечным покрытием, убедительно растет доля ответственного инвестирования, полагаю, что в следующем году тенденция сохранится. Опытный инвестор задумывается о своем будущем, будущем своей семьи, а также о том, какой след он оставляет в окружающей его среде, и направляет свои средства в финансовые инструменты компаний, улучшающих качество его жизни, таких как ППК «РЭО». Безусловно, подобные облигации требуют поддержки со стороны государства в виде налоговых и финансовых стимулов, коммуникации ключевых параметров и доступности инструмента на публичных и образовательных мероприятиях. ППК «РЭО» ежегодно принимает активное участие в работе публичных мероприятий страны, демонстрирует успешный опыт по привлечению инвестиций и подчеркивает важность привлечения частного капитала для устойчивого развития комплексной системы обращения с ТКО в России.

– Как изменилось состояние проектов, в которые инвестирует компания; все ли смогли адаптироваться к новым реалиям? Какие риски обнаруживает ваш мониторинг?

– За прошедший год анализ проектов, с которыми мы работаем, позволил отметить, что многие предприниматели сумели адаптироваться к новым реалиям. Безусловно, проблематика по поставкам отдельных видов оборудования на сегодняшний день остается на уровне 2022 года. Такая проблема отразилась на сроках реализации существенно, поскольку инвесторам приходится перестраивать логистические цепочки поставки либо применять альтернативные технические решения и оборудование производителей дружественных стран. Другим значительным для отрасли фактором является сохраняющаяся высокая стоимость привлеченных средств, влияющая на показатели проектов, на фоне скачков ключевой ставки. В качестве поддержки инвесторов мы предлагаем не только финансирование нового строительства, но и рефинансирование на равных условиях ранее привлеченных заемных средств, направленных на создание объектов обращения.

– Как, по вашему мнению, сейчас чувствует себя сфера государственно-частного партнерства в стране? Какие инновации помогут привлечь в сектор новых частных инвесторов?

– В 2022 году в России подписано концессий более чем на 800 млрд рублей. Эта сумма инвестиций на 70% выше, чем по заключенным соглашениям в 2021-м, в т. ч. в 2022-м

подписано 26 концессий в сфере обращения с ТКО на 63,3 млрд рублей инвестиций. За 2023 год (по состоянию на сентябрь) концессий в сфере обращения с ТКО в РФ уже заключено 20 на 50,3 млрд рублей инвестиций. Таким образом мы видим стабильную динамику роста инвестиций в сферу ГЧП. Общие тенденции развития ГЧП в России в целом – это совершенствование законодательства и различные федеральные программы поддержки ГЧП-проектов, такие как субсидии на создание школ, кампусов, объектов обращения с ТКО, то есть помощь оказывается проектам, которые сложно окупаются и являются социальными. Полагаем, что рынок государственно-частного партнерства в России в ближайшие годы продолжит активно расти, этому будут способствовать и изменения в 115-ФЗ о концессионных соглашениях, которые создают более прозрачные условия для сторон при заключении и исполнении концессий (зафиксированы виды финансового участия концедента, нормативно введен институт особых обстоятельств, уточнен порядок заключения концессий).

– Как сейчас строится стратегия финансирования ППК «РЭО» и как организована работа на рынках капитала?

– За 2022–2023 годы выстроены успешные деловые отношения с ведущими институциональными инвесторами. Два из восьми выпусков облигаций включены во второй уровень котировальной части списка ценных бумаг, допущенных к торгам ПАО Московская Биржа. ППК «РЭО» работает над улучшением кредитных и некредитных рейтингов. Стратегия финансирования компании предусматривает повышение доли частного капитала в проектах ППК «РЭО», для этого осуществляется взаимодействие с крупными участниками финансового рынка. С каждым новым размещением ценных бумаг ППК «РЭО» публичность эмитента растет и облигации становятся более понятными для инвесторов.

– Какие объемы новых размещений предполагает ППК «РЭО»? Какие проекты вы планируете финансировать новыми выпусками облигаций?

– Как я говорил ранее, на сегодня перечень насчитывает 36 инвестиционных проектов, которым планируется предоставить финансирование за счет средств от выпуска облигаций в 2024 году на сумму до 123 млрд рублей. Оказание поддержки проектам с предоставлением финансирования в 2024-м позволит создать мощности по обработке в размере около 8 млн тонн ТКО в год, по утилизации – около 3 млн тонн ТКО в год и по размещению – до 4 млн тонн ТКО в год. 30 из них реализуются на основе концессий.

– Как ППК «РЭО» оценивает запрос рынка на социальные и зеленые облигации эмитентов? Какие плюсы это сейчас дает эмитентам? Планирует ли сама компания в будущем размещать зеленые облигации?

– При маркетинговании наших публичных выпусков мы видели прямой интерес институциональных и розничных инвесторов к выпуску зеленых облигаций. Хочу сказать, что мы активно работаем в этом направлении и планируем выйти с первым зеленым выпуском уже в 1-м полугодии 2024 года.

– Как вы оцениваете потенциал розничных инвесторов для финансирования проектов ППК «РЭО»? Какой вам видится оптимальная структура инвесторов в ваши бумаги?

– В будущем хотим увидеть увеличение доли частных инвесторов и, понимая сложность структуры выпусков, предполагаем рост вовлеченности квалифицированных инвесторов.

В компании выстраивается долгосрочная стратегия по привлечению капитала, и как любому эмитенту, ППК «РЭО» хотелось бы привлечь инвесторов различных категорий. По данным Московской биржи, доля физических лиц с начала 2023 года при первичном размещении составляет порядка 11%. Считаем оптимальной для своего портфеля долю физических лиц в размере 15%, которая позволит поддерживать ликвидность вторичного рынка. Доля в размере 85% останется за институциональными инвесторами (банками, фондами).

■ – **Какое ваше главное персональное ESG-достижение в этом году?**

– В этом году ППК «РЭО» впервые выпустила отчет об устойчивом развитии компании. Отчет содержит информацию об основных положениях стратегии компании в сфере устойчивого развития, подходах к ее реализации, системе управления рисками, взаимодействию с заинтересованными лицами во взаимосвязи с национальными стратегическими целями и проектами по вопросам окружающей среды, социальной сферы и экономики, а также о результатах деятельности компании в части влияния на окружающую среду, общество и экономику.

В отчете подтверждается приверженность ППК «РЭО» принципам ответственного финансирования, раскрывается информация об инвестициях в создание современной инфраструктуры по обращению с ТКО и о влиянии на процессы ESG-трансформации компаний сферы обращения с твердыми коммунальными отходами и экономики замкнутого цикла.



Максим Долгополов,
акционер,
ИФК Агастон



Валентина Масик,
генеральный директор,
ИФК Агастон

– Расскажите, пожалуйста, в каком состоянии подходит рынок коммерческой недвижимости к концу 2023 года? Какие изменения претерпел рынок с 2022 года?

– По нашему мнению, стресс начала 2022 года и связанная с ним стагнация рынка, которые были обусловлены ожиданием инвесторами и продавцами перспектив развития, полностью прошел. Более того, любая стагнация отыгрывается в будущем повышенной активностью, что мы можем наблюдать к концу 2023 года.

– Рынок коммерческой недвижимости является уже давно устоявшимся, в нем крайне много участников, а барьеры для входа не очень высоки, если не брать в расчет крайне крупные объекты. Насколько справедливой, по вашему мнению, сейчас является рыночная оценка объектов? В какую сторону она будет двигаться в следующем году? Какой сейчас рынок — покупателя или продавца?

– Справедлива та рыночная оценка, которая подтверждается фактическими сделками. Сейчас наблюдается определенный баланс между покупателями и продавцами, но мы ожидаем роста стоимости недвижимости и перехода все в большей степени к рынку продавцов.

– Кризисные годы часто приводят к тому, что на рынке появляются проблемные участки и объекты. Являются ли последние два года исключением из этого правила? Сколько таких объектов появилось в столичном регионе? Насколько условия работы с ними являются привлекательными для компании?

– «Агастон» всегда строил свой бизнес на работе с проблемными, как их принято называть, активами. Однако для себя мы обычно используем термин «недооцененные», поскольку при правильном профессиональном подходе с любым активом можно решить

все проблемы, капитализировать его стоимость и сделать актив привлекательным для конечного инвестора. Последние два года подтвердили это утверждение, что говорит о правильном подходе в выборе нашей бизнес-модели.

– Расскажите, пожалуйста, чем форма структурирования инвестиций в недвижимость может быть привлекательна и надежна для конечного инвестора?

– Недвижимость – это такое вложение, которое в долгосрочной перспективе нивелирует рыночные колебания ставок, цен, конъюнктуры рынка и т. д. и всегда приносит доход выше, чем по депозитам. Доходная недвижимость обладает еще одним полезным свойством – возможностью получить под арендный поток краткосрочный кредит и тем самым является источником ликвидности для конечного инвестора.

– Планирует ли компания сама обращаться к облигационному рынку? Чем такой метод привлечения средств интересен для компании?

– Мы планируем разместить пилотный выпуск наших облигаций с участием нашего партнера – компании «Диалот». Облигации интересны нам по двум причинам. Во-первых, они не требуют залога по сравнению с банковским кредитованием, что имеет особое значение при приобретении проблемных (точнее недооцененных) активов. Во-вторых, трехлетний срок облигаций, на который мы ориентируемся, позволяет несколько раз обернуть привлеченные средства и тем самым заработать сложный процент на их размещении.

– Какими факторами, по вашему мнению, может быть обусловлен интерес потенциальных инвесторов к размещению компании?

– Сегодня на облигационном рынке представлены, как правило, компании, занимающиеся сдачей недвижимости в аренду. Такие компании за счет арендного потока обслуживают и купонные выплаты, и амортизацию облигационного займа. Наша бизнес-модель принципиально отличается от традиционной, поскольку мы зарабатываем на капитализации объекта и его продаже конечному инвестору. Это позволяет получать большую рентабельность бизнеса, что делает наши облигации привлекательнее для участников рынка.



Мария Романцова,
управляющий директор
по долговым рынкам капитала,
ИК Финам

– Насколько хорошо, по мнению «Финама», российский облигационный рынок адаптировался к новым условиям? Какие основные достижения вы бы выделили? Что мешает его росту?

– Рынок неоднократно демонстрировал свое умение оперативно адаптироваться к новым условиям. К примеру, в конце прошлого года эмитенты евробондов стали активно выпускать замещающие облигации и продолжили это делать в 2023-м (общий объем замещенных бумаг составил более 16 млрд долларов). В 2023 году продолжился тренд на выпуск облигаций в иностранной валюте. Так, в марте 2023 года «Роснефть» разместила рекордный выпуск в юанях, а уже в III квартале появились инструменты с привязкой к дирхаму. С одной стороны, появление новых инструментов – это позитивная реакция на сложившиеся обстоятельства. С другой стороны, большое количество сделок по размещению облигаций, в т. ч. дебютов среди компаний сегмента малого и среднего бизнеса проходит с трехкратным увеличением спроса со стороны инвесторов.

В III квартале 2023 года эмитенты адаптировались к росту ключевой ставки, и на первичном рынке появилось много сделок с плавающей ставкой и привязкой к RUONIA. У инвесторов достаточно позитивные настроения. Снова оживает рынок акционерного капитала – только до конца года мы ожидаем порядка 10 сделок.

Наверное, это и есть ключевое достижение – умение адаптироваться в условиях ограничений и вызовов. Рост рынка будет определяться уровнем ключевой ставки и дальнейшими действиями регулятора.

– Как изменения на рынке отразились на компании? Какие ключевые достижения «Финама» в 2023 году вы можете выделить?

– Мы видим рост нашего бизнеса. Кратно увеличилось число клиентов на брокерском обслуживании, возросла доля средств клиентов – физических лиц в сделках по размещению облигаций и акций. У инвесторов появились новые запросы на бумаги качественных быстрорастущих компаний из различных отраслей, в первую очередь из IT-сектора.

Компания и сама всегда инвестирует в технологичные бизнесы. Например, сайт знакомств «Мамба» (контрольный пакет акций компании принадлежит «Финаму») показывает существенный рост по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Уже было несколько дебютов эмитентов из IT-сектора, и мы ждем продолжения этого тренда.

Кроме того, существенно вырос спрос бизнеса на внешнеэкономическую деятельность с Юго-Восточной Азией и Ближним Востоком. А привлечение наших дебютантов на рынок

облигаций обусловлено потребностью в финансировании параллельного импорта и зернового трейдинга.

Мы стали активно развивать инвестиционное направление, в частности, рынок долгового и акционерного капитала. За девять месяцев 2023 года «Финам» выступил организатором нескольких дебютов компаний малого и среднего бизнеса, принял участие в 14 сделках по размещению.

Сейчас работаем над несколькими сделками IPO, среди которых – дебютант облигаций этого года, завод «Кристалл» и первое в России размещение акций китайско-российской b2b-интернет-платформы QIFA. Компания также стала дебютантом на рынке облигаций.

– «Финам» – один из старейших брокеров со своим инвесторским ядром. Как меняются профиль клиента и его поведение, предпочтения, риск-аппетиты с учетом трансформации рынка? Влияет ли это на бизнес «Финама» как брокера и организатора размещений?

– Сегодня клиент не хочет рисковать и инвестировать в иностранные активы, он сосредоточен на локальном рынке. При этом чувствуется дефицит компаний – в качестве эмитентов облигаций на фондовом рынке представлены чуть более 400 организаций, это очень мало.

Инвесторы смотрят на мировые рынки, отмечают тренд на развитие искусственного интеллекта, ждут подобных проектов в России и готовы в них вкладывать. Кроме прочего, клиенты активнее пользуются мобильными приложениями, охотнее участвуют в сделках на первичном и вторичном рынках.

Предпочтения изменились с точки зрения получения информации. Клиенты чаще выбирают видеоконтент, чем читают, – активно просматривают YouTube, участвуют в вебинарах. Для нас это означает одно – необходимо учитывать пожелания инвесторов, выводить на биржу новых качественных эмитентов, наращивать количество интересных биржевых инструментов, предлагать новые продукты.

– Расскажите, пожалуйста, как изменилась роль розничного инвестора на рынке облигаций? Рост доли физических лиц – благо для рынка или это несет и вызовы?

– Роль розничного инвестора существенно выросла за последние несколько лет. Именно физические лица формируют основной спрос на облигации компаний малого и среднего бизнеса. Эмитенты инвестгрейда тоже стремятся увеличить долю участия ретейла в своих сделках, заботясь о ликвидности выпусков. Всего с начала 2023 года розничные инвесторы вложили в долговой рынок 997,7 млрд рублей. Если говорить в процентах, то спрос со стороны физических лиц на рынке облигаций сегодня составляет примерно 30%. И эти цифры характеризуют готовность розничного инвестора вкладывать средства в реальный сектор. На наш взгляд, спрос на корпоративный сегмент и ОФЗ будет и дальше расти.

– Исторически инвестиции физических лиц на российском финансовом рынке тяготели к акциям, а спрос на кредитный риск закрывали банки с депозитными продуктами. По состоянию на сегодня как выглядит структура вложений типового розничного инвестора? Как изменялся баланс акций и облигаций за прошедший год?

– Структура спроса на рынке в целом очень сильно изменилась. Если раньше на нем преобладали институциональные инвесторы, то сегодня более 85% всех инвестиций в акции и около 30% инвестиций в облигации приходится на частных инвесторов.

Розничный инвестор находится в поиске интересных идей для диверсификации своего портфеля из-за ограниченного числа эмитентов. Он готов инвестировать как в разные по своей сути инструменты, так и распределять средства по отраслям. На ситуацию оказывают влияние и действия регулятора. Например, требования для получения статуса квалифицированного инвестора сейчас достаточно высоки, а инвестиции на внебиржевом рынке зачастую проще и доступнее, чем на биржевом. Биржевые же инструменты требуют создания инфраструктуры, раскрытия отчетности для эмитентов и нередко – получения статуса квалифицированного инвестора. Возможно, если требования будут скорректированы (особенно после поручения правительства РФ по развитию рынка IPO), мы увидим серьезный рост рынков капитала и существенный приток денежных средств.

– Рынок ранее видел примеры того, как эмитенты развивают отношения с инвесторами, сначала размещая облигации, а уже потом выходя на IPO. Последний год принес достаточно дебютных выпусков бондов, но совсем немного первичных размещений акций. Принесет ли ближайший год новые подобные кейсы? Что будет для них драйвером или, наоборот, тормозом?

– Да, схема так или иначе сохраняется. Мы видим интерес наших клиентов к IPO. Заметно увеличивается потребность в акционерном капитале, больших объемах финансирования для растущих компаний. И многие из них начинают свой путь к IPO именно через облигации, рассматривая их как часть процесса подготовки к сделке на рынке акционерного капитала. На наш взгляд, такие истории мы неоднократно увидим в ближайшее время. Стоит также отметить, что не все дебюты на долговом рынке позволяют сразу выходить на рынок акционерного капитала. Очень многое зависит и от решений регулятора в части развития биржевого рынка.

– Компания управляет также одним из самых известных сайтов, агрегирующих биржевые новости и котировки, – Finam.ru. Какой запрос на внешнюю аналитику вы видите у своих клиентов? Сложно ли брокеру поддерживать интерес к своим материалам, доверяет ли им клиент, не видит ли только желание продать какой-то инструмент?

– Finam.ru – финансовый портал, агрегирующий новости и различные точки зрения. Его популярность обусловлена многообразием и доступностью данных: чтобы получить необходимую информацию, нужно просто зарегистрироваться, открывать брокерский счет при этом необязательно. Мы видим высокий спрос и интерес на публикуемые там материалы со стороны рынка, порталу доверяют, но решения о сделках читатели принимают самостоятельно.

■ – Что вы посоветуете частному инвестору?

– Розничному инвестору мы бы посоветовали быть внимательнее и инвестировать в увеличивающиеся бизнесы реального сектора с кратным потенциалом роста, а не в спекулятивные проекты.



Алексей Примаченко,
управляющий партнер,
Global Factoring Network

– Компания показала рост факторингового портфеля за 2022-й около 20%, при этом аналогичный результат был достигнут только за 1-е полугодие 2023 года. Что является основным фактором столь значимого роста?

– В 2023 году мы активизировали наше взаимодействие со всеми основными цифровыми площадками, на которых формируются профильные заявки на наш продукт – электронный факторинг. Прежде всего это «Контур.Факторинг» и «Факторин». Кроме этого, важнейшим фактором качественного роста стал полномасштабный запуск партнерства с Банком Точка по направлению синдицированного факторинга, где оба партнера получают значимый синергетический эффект от интеграции и бесшовного взаимодействия. В 2-м полугодии мы прогнозируем рост нашего портфеля еще на 25–30%.

– В декабре 2022 года «ГФН» разместил дебютный выпуск облигаций, при этом спрос на бумаги вдвое превысил предложение. В течение 2023 года «ГФН» разместил еще два выпуска, которые были полностью размещены за один день. Как компании относительно небольшого масштаба удалось заинтересовать и привлечь розничных инвесторов?

– Специфика факторинговой отрасли позволяет нам максимально гибко и эффективно управлять ценообразованием и, соответственно, предлагать инвесторам здесь и сейчас взаимовыгодные условия инвестирования. Кроме этого, несмотря на относительно небольшой масштаб, у нас значительный опыт работы на рынке публичного фондирования, положительная кредитная история, опыт погашения нескольких выпусков, ежегодное получение кредитного рейтинга, который в 2023-м был повышен до ruV+. Кроме этого, мы в основном работаем с клиентами из тех отраслей, которые демонстрируют рост и развитие в нынешних экономических условиях (импортозамещение, параллельный импорт, маркетплейсы, товары народного потребления, транспортные услуги и т. д.), что в совокупности с коротким периодом оборачиваемости делает инвестиции в нашу деятельность понятными для наших инвесторов.

– Есть ли у вас планы по размещению новых выпусков на 2023–2024 годы? Как вы оцениваете текущие условия для выхода на биржу? Какие условия размещения вы считаете наиболее привлекательными для компании?

– Мы идем в точном соответствии нашим планам и стратегии, программа биржевого фондирования утверждена в объеме 1 млрд рублей, в рамках которой мы периодически размещаем выпуски в размере, сопоставимом с нашей месячной выручкой

в 100–150 млн рублей. До конца 2023-го мы планируем в случае благоприятной конъюнктуры на рынке разместить еще один выпуск и два – в следующем году.

– Структура фондирования «ГФН» достаточно диверсифицирована: в ней присутствуют облигации, банковское фондирование и краудлендинг. В чем преимущество облигационного заимствования перед банковским для факторинговой компании?

– Специфика факторинговой деятельности дает возможность максимально диверсифицировать состав источников фондирования, мы это активно используем. Биржевые облигации позволяют привлечь фондирование от широкого круга инвесторов на длительный срок, снизить зависимость от крупных кредиторов в лице банков.

– Краудлендинг — достаточно редко встречающееся направление. В чем его преимущество для «ГФН»? Планируете ли вы увеличивать долю краудлендинга в структуре фондирования?

– Краудлендинг – это проект с нашим партнером, компанией «ПОТОК», которая успешно и эффективно работает уже более двух лет. Наша компания растет, и органически доля краудлендинга в процентном соотношении скорее будет уменьшаться, в то же время для нас это стабильный и понятный инструмент, который мы будем использовать на постоянной основе и в дальнейшем.



Егор Диашов,
генеральный директор,
ИК Диалот

– Насколько хорошо, по вашему мнению, российский облигационный рынок адаптировался к новым условиям? Какие бы основные достижения вы выделили? Что мешает его росту?

– Российский облигационный рынок активно развивается. Объемы размещений демонстрируют, что эмитенты не отказались от планов по выходу на биржу, в т. ч. с дебютными выпусками. Безусловно, высокая ставка ЦБ влияет на рынок, но эмитенты имеют возможность использовать инструменты минимизации процентной нагрузки, например, оферты, опционы, более короткие сроки выпусков.

– Эмитенты сегмента ВДО, как правило, чувствительны к росту процентных ставок за счет небольших размеров бизнеса и достаточно высокой стоимости заимствований. Как вы считаете, как отразится на рынке курс регулятора на повышение ставки?

– Когда ЦБ поднял ставку до 13%, долговой рынок резко не отреагировал на эти изменения. Но, как правило, в условиях повышения ставки активность может снизиться, а инвесторы начнут отдавать предпочтение бумагам на короткий срок либо с плавающим купоном.

Думаю, корректнее разделять данный сегмент на МСБ и ВДО. Компании сегмента малого и среднего бизнеса действительно чувствительны к росту ставок, в т. ч. потому что привыкли к изобилию льготных программ в банках. Развитию рынка поможет расширение государственной поддержки эмитентов ценных бумаг. На текущий момент есть основная программа субсидирования от Министерства экономического развития, которая предоставляет субсидии на организацию и выплату купонного дохода, но для кратного роста рынка только ее недостаточно.

– Эмитенты корпоративных бумаг каких сегментов экономики сегодня выглядят наиболее привлекательно для розничных инвесторов?

– Традиционно привлекательными выглядят эмитенты из реального сектора – АПК, производство и переработка. Также многие смотрят на ИТ и тех-сегмент. Эту тенденцию мы наблюдаем последние несколько лет, и, думаю, она продолжится.

– Как сейчас для компании выглядит портрет желаемого клиента для организации дебютного размещения?

– Мы работаем со всеми компаниями, из разных сфер экономики. Каждой из них, безусловно, рекомендуем сначала провести подготовительную работу. Следует получить ка-

чественный аудит, при необходимости раскрыть МСФО и, конечно, обратить внимание на кредитный рейтинг. Идеального эмитента не существует – его нужно готовить, выращивать.

Мы проводим анализ факторов инвестиционной привлекательности инструмента и выработываем возможные меры по ее повышению. Обращаем внимание на репутацию собственника бизнеса – она должна быть позитивной и незапятнанной. Также у компании не должно быть много долгов, чтобы она имела возможность заемные средства пустить не только на их погашение, но и на свое развитие.

– Сколько времени, по вашей оценке, стоит закладывать потенциальному небольшому эмитенту на весь цикл подготовки к размещению, особенно если существует необходимость выпрямить корпоративную структуру?

– Все зависит от конкретного клиента. Вы правильно заметили, бывают случаи, когда приходится перед публичным размещением сначала заниматься внутрикорпоративными вопросами. Если компания не столь известна на рынке, мы помогаем ей познакомиться с потенциальными инвесторами, делаем презентацию, объясняем, почему она может быть привлекательна. Но в среднем процесс занимает от трех до шести месяцев, в зависимости от степени готовности компании на входе. Если сюда добавить подготовку отчетности МСФО и трансформацию группы компаний в холдинговую структуру, то срок может увеличиться до одного года.

– Каковы особенности маркетинга корпоративных облигаций в сегменте ВДО? Какими вопросами в отношении ваших клиентов задаются инвесторы – физические лица?

– Инвесторы ищут баланс между высокой доходностью и предсказуемостью. Ведь доходность ВДО в полтора-два раза может превышать доходность облигаций федерального займа или других крупных корпоративных облигаций. А если сравнивать с акциями, то они менее волатильны. Поэтому инвестор оценивает репутацию компании, ее долговую нагрузку, а также особенности внешнеэкономической ситуации для конкретного сегмента.

Главный запрос сейчас на максимальную открытость эмитента. Собственник или топ-менеджеры должны быть готовы общаться с инвесторами в профильных сообществах, проводить эфиры, делать обзорные видео о компании. Все эти услуги мы предоставляем эмитентам под ключ и считаем данный аспект нашей сильной стороной.

– Как вы оцениваете динамику финансовой грамотности в среднем по базе инвесторов? Насколько глубже типичный розничный инвестор погружается в детали бизнеса компании или высокой ставки и позитивного тизера от организатора размещения достаточно для выбора?

– За последние годы во многом изменилось представление о роли инвестиций в финансовом благополучии людей, ежегодно растет число брокерских счетов, что говорит о росте интереса к инвестиционным продуктам. Этому послужили несколько факторов. Многие финансовые институты – банки, брокеры и образовательные учреждения – создают свои курсы по финансовой грамотности для начинающих инвесторов. Они обучают основам инвестирования, управлению рисками, рассказывают об основных инвестиционных инструментах и как с ними работать. Также в Интернете большое количество бесплат-

ных блогов, книг, онлайн-курсов, позволяющих получать знания самостоятельно. Плюс с появлением мобильных приложений инвесторам стало проще отслеживать свои инвестиции, управлять портфелями и получать рекомендации роботов-советчиков. Мы полностью поддерживаем такое развитие финансовой грамотности и стараемся обеспечить инвесторам максимальный доступ к информации об эмитенте.

– Расскажите, пожалуйста, о создании ассоциации НАУРОФ. Какие приоритетные проекты планирует запустить ассоциация? Какова будет роль этой организации в работе облигационного рынка? В чем будет заключаться помощь НАУРОФ участникам облигационного рынка?

– Ключевой задачей ассоциации является расширение мер государственной поддержки на фондовом рынке. Как уже говорил ранее, увеличение числа программ поддержки позволиткратно повысить количество эмитентов.

Также ассоциация выступает за объединение всех участников рынка, усиление его прозрачности и повышение доступности информации для инвесторов.

– Какую рекомендацию по работе с облигационным рынком на ближайший год вы можете дать частному инвестору, как опытному, так и новичку?

– Я бы рекомендовал изучать максимум информации об эмитентах и инвестировать с умом. Высокий купон не должен застилать светинвестору.



Сергей Савинов,
генеральный директор,
Интерлизинг

– Каких ключевых успехов ваша компания достигла в последний год? Каковы ваши основные стратегические приоритеты на ближайшее время?

– «Интерлизинг» продолжает сохранять высокие темпы роста бизнеса. Мы успешно развиваем свою филиальную сеть и продолжаем наращивать объемы в новых для себя регионах. На начало 2023 года у нас было открыто 43 представительства, на текущий момент их уже 61. Нам удастся сохранять высокую рентабельность деятельности. Объемы нового бизнеса за 1-е полугодие 2023 года более чем в два раза превысили объемы аналогичного периода 2022-го. При этом нельзя сказать, что 2022 год был для нас кризисным, на показателях сказывается эффект низкой базы.

Наша стратегия остается неизменной – устойчивый рост в сегменте лизинга для малого и среднего бизнеса с фокусом на высокую диверсификацию по отраслям, типам предметов лизинга и лизингополучателям. Данная стратегия доказала свою высокую эффективность в период кризиса 2020 и 2022 годов и позволила нам расти, опережая рынок и сохраняя показатели высокой маржинальности

– Какие стратегические отношения вы поддерживаете с рынками капитала и как они влияют на бизнес компании?

– Облигационное фондирование является одним из приоритетов нашей компании в части привлечения капитала. Так, в конце августа мы разместили шестой выпуск 3-летних облигаций. Первоначально планируемый объем размещения – 3,5 млрд рублей – в ходе сбора заявок был увеличен до 4,5 млрд рублей. Важно отметить, что количество сделок на бирже превысило 15 тыс., что говорит о существенном спросе со стороны физических лиц.

Мы стараемся быть в диалоге как с частными инвесторами, так и с профессиональными игроками рынка. Следим за тенденциями и статистикой размещений. Все это стимулирует нас постоянно развиваться, перенимать лучшие практики рынка и находить новые решения в диалоге с частными инвесторами. Доносить свое видение бизнеса и развития отрасли в целом как от лица «Интерлизинга», так и от всего лизингового сообщества в рамках работы комитета по фондированию Объединенной Лизинговой Ассоциации.

– Какие, по вашему мнению, ключевые факторы, влияющие на успешное размещение облигаций российскими компаниями на рынке?

– В текущей ситуации ключевым фактором, влияющим на успешное размещение, можно назвать открытость эмитента рынку. В условиях ограниченного раскрытия инфор-

магии большинству инвесторов, особенно физическим лицам, очень сложно адекватно оценить перспективы своих инвестиций. В силу санкционного давления регулятор и эмитенты были вынуждены отказаться от сложившейся практики раскрытия информации и постоянного диалога с инвесторами. Однако мы отмечаем, что все успешные размещения сопровождаются раскрытием результатов работы эмитента и его планов на ближайшую перспективу. Только в диалоге с инвесторами и выстраивании долгосрочной политики открытости возможно формирование объективной оценки эмитента и, как следствие, адекватной оценки риска и стоимости заимствования.

– Есть ли у вас планы по размещению новых облигационных выпусков в ближайшее время? Какие условия размещения вы считаете наиболее привлекательными в данный момент?

– Да, мы сохраняем планы по регулярному выходу на рынок и намерены в ноябре разместить седьмой выпуск облигаций. Условия размещений на данный момент слишком сильно зависят от действий и риторики Центрального банка. Мы все ожидаем стабилизации уровня ключевой ставки и прогноза ЦБ в части инфляционных ожиданий. Для большего комфорта инвесторов мы рассматриваем переход на ежемесячный купон и выстраивание графика амортизации выпуска с целью сокращения дюрации и снижения рисков в условиях повышенной неопределенности.

– Считаете ли вы возможным развитие секьюритизации?

– Рынок лизинга готов для секьюритизации, так как это отличная возможность для лизинговых компаний привлекать большой объем фондирования с относительно небольшой стоимостью даже при отсутствии у компании высокого кредитного рейтинга.

Для инвесторов это также отличная возможность получить в портфеле дополнительный финансовый инструмент с минимальным риском. Лизинговый портфель – это, как правило, набор высоколиквидных диверсифицированных активов, генерирующих постоянный денежный поток. При этом риск дефолта является минимальным в силу того, что актив может быть в любой момент изъят у лизингополучателя, нарушающего условия договора, и оперативно реализован либо передан в повторный лизинг.

В правительстве РФ и ЦБ РФ периодически возникают дискуссии и инициативы, которые могли бы дать толчок в развитии рынка секьюритизации лизинговых портфелей. Однако до конкретных шагов дело пока не дошло. В этих обстоятельствах участники лизингового рынка, заинтересованные в привлечении недорогого рыночного фондирования, в т. ч. и «Интерлизинг» пытаются проработать различные варианты, как можно было бы секьюритизировать свои активы в условиях имеющихся ограничений. Но пока случаев успешной реализации таких проектов на рынке не наблюдается.

– Компания демонстрирует высокие показатели рентабельности. Как активное привлечение фондирования за счет облигационных выпусков помогает поддерживать маржинальность бизнеса?

– Планомерная работа с инвесторами приносит свои плоды. Мы формируем бренд «Интерлизинга» на рынке капитала. В текущей ситуации доверие со стороны частных инвесторов позволяет нам проводить размещение облигаций со стоимостью, сопоставимой с кредитованием. Однако облигации имеют ряд преимуществ по сравнению с банков-

скими кредитами, в частности, отсутствие обременений на договорах лизинга в пользу кредитора, а также фиксированный размер ставки, что в свою очередь позволяет нашим лизингополучателям выстраивать инвестиционную политику в рамках определенных контрактов и более точно рассчитывать свои денежные потоки. В этом одна из причин, почему мы считаем нецелесообразным применение плавающего купона в облигациях лизинговой отрасли.

В перспективе мы видим возможность в размещении длительных выпусков сроком пять и более лет, что позволит нам предложить более интересные условия договоров лизинга для наших клиентов.



Алексей Лазутин,
генеральный директор,
МГКЛ (ГК Мосгорломбард)

– Опишите результаты деятельности компании по итогам 1-го полугодия 2023 года. Какие достижения можете выделить среди прочих?

– Для группы текущий год можно охарактеризовать как начало периода жатвы: если в предыдущие годы мы активно сеяли – провели реинжиниринг бизнес-процессов, сделав акцент на повышении операционной эффективности, активно инвестировали в развитие розничной сети, увеличивая количество отделений и отлаживая их работу, – то теперь эти усилия начинают приносить плоды. У нас растут валовая (+10%) и главное – чистая прибыль (+53,8 млн рублей к аналогичному периоду прошлого года), а EBITDA показала и вовсе стремительный взлет (+69%) при том же размере сети, что в прошлом году. Не отстают и наши операционные показатели. Они продемонстрировали существенный рост за счет активного расширения и развития розничной сети: количество выданных займов увеличилось на 110% в сравнении с аналогичным периодом прошлого года. Эта динамика доказывает, что мы выбрали верный вектор развития.

Для расширения нашего присутствия в Москве и Московском регионе мы привлекали заемные средства, выпустив три раунда коммерческих облигаций и четыре – биржевых. Несмотря на то что они относятся к сегменту ВДО, соотношение риск – доходность по ним объективно оценивается рынком – бумаги привлекают большой интерес инвесторов. Так, в ходе четвертого выпуска биржевых облигаций, размещенного в этом году, книга заявок была закрыта с переподпиской в 2,5 раза, мы удовлетворили 1,9 тыс. заявок от квалифицированных инвесторов, максимальная заявка составила 11 млн рублей. Также отмечу, что некоторые наши бумаги торгуются на бирже дороже номинала даже с учетом последних решений мегарегулятора. Важно отметить, что в феврале текущего года мы погасили первый выпуск коммерческих облигаций на 200 млн рублей.

В этом году группа запустила два новых направления деятельности, смежных ломбардному бизнесу и осуществляемых через ту же сеть отделений. Вернее, первое – это ресейл, осуществляемый нами уже с момента создания компании. Однако если раньше клиенты приносили различные изделия без намерения выкупить и мы реализовывали их через наши отделения как невостребованные залоговые, то теперь там же стали доступны комиссионные услуги и скупка – продажа – клиенты смогут выставить на продажу вещи и установить свою цену, а мы получим свою комиссию с продажи, или продать нам, а мы сразу, без ограничений, накладываемых ломбардной деятельностью, можем их реализовать. Для клиентов это удобно тем, что объектами «Мосгорломбарда» на текущий момент покрыта вся Москва, что удобно с точки зрения доступности. Второе направление – скупка, переработка на аффинажных заводах и продажа драгоценных металлов

в виде золотых слитков банкам или производителям ювелирных изделий в виде гранул. Это стало возможным за счет интеграции в группу компании «Лот-Золото НДС», лидера на российском рынке вторичного оборота драгметаллов.

– Как вы оцениваете значимость рынка публичных заимствований для бизнеса компании в текущей ситуации? В чем основные преимущества и риски привлечения средств за счет размещения облигаций?

– У нас стояла задача – в короткие сроки значительно расширить наше присутствие в регионе и существенно увеличить количество отделений. Выход на рынок публичных заимствований позволил нам привлечь долговое финансирование для реализации этой задачи. Также стоит отметить, что с точки зрения бизнеса подготовка к выпуску облигаций позволила нам значимо проработать его прозрачность, внедрить отчетность по стандартам МСФО, первыми и единственными среди ломбардов получить кредитный рейтинг от агентства «Эксперт РА» ruV+ с прогнозом «позитивный».

– Как вы оцениваете состояние и перспективы рынка публичных заимствований в целом? Опишите планы компании по размещению облигаций в среднесрочной перспективе.

– За последние полтора года портреты российских инвестора и эмитента претерпели серьезные изменения. В нынешних геополитических условиях для россиян существенно сократились возможности по вложению в иностранные финансовые инструменты. Но необходимость вложить средства осталась. И мы видим, что инвестору из РФ интересны российские инвестиционные инструменты и с точки зрения хеджирования своих сбережений, и с точки зрения их преумножения. Меняется и эмитент – если раньше на биржу выходил преимущественно крупный бизнес, то теперь привлечением финансирования с помощью биржевых инструментов заинтересовались mid-cap- и small-cap-компании.

На себе мы видим, что долговые бумаги, в т. ч. и сегмента ВДО российских компаний сейчас очень интересны розничным инвесторам. Как группа мы динамично развиваемся – видим возможности качественного роста не только по основному ломбардному направлению, но и за счет других перспективных сегментов. Мы уже имеем опыт работы на рынках долгового и акционерного капитала – это выпуски облигаций и внебиржевое привлечение акционерного капитала по закрытой подписке. Это позволило нам выстроить корпоративные процессы, получить несколько лет публичности в качестве эмитента облигаций, компания отвечает регуляторным нормам и работает на уровне соответствия стандартам раскрытий и отчетности. Все это нам дает возможность обращаться к доступным для нас инструментам фондирования в зависимости от тех задач, которые мы будем ставить перед бизнесом.

– Какие факторы успеха при размещении облигаций вы считаете основными? На что именно инвесторы обращают внимание и ожидают от эмитентов?

– Основным фактором всегда будет, я уверен, оптимальное соотношение риска и доходности. Отмечу, что среди ВДО есть немало компаний, риски которых с учетом их небольшой истории присутствия на фондовом рынке существенно переоценены. Если эмитент качественный: его бизнес понятен и демонстрирует хорошую динамику развития; исправно обслуживает ранее размещенные выпуски и работает с инвесторским сообществом, то это может положительно влиять на спрос к его бумагам.

– Какие тенденции наметились в ломбардном бизнесе в 1-м полугодии 2023 года? Какие вопросы наиболее остро стоят до конца 2023 года перед ломбардным бизнесом?

– Может прозвучать странно, но ослабление рубля во многом нам на руку. Основная масса залогов (93,2% портфеля) у нас – золотые изделия. Рублевая цена на золото в России коррелирует с биржевой ценой в долларах в пересчете на актуальный курс рубля. Соответственно, когда дорожает золото, растет в цене и стоимость нашего портфеля.

Однако в целом на рынке разнонаправленная динамика: происходит консолидация рынка и растут в основном те участники, которые активно развиваются и используют новые технологии.

– Опишите степень влияния автоматизации и цифровизации бизнеса на ломбардную деятельность. Какие нововведения или технологические решения будут способствовать развитию ломбардов в России?

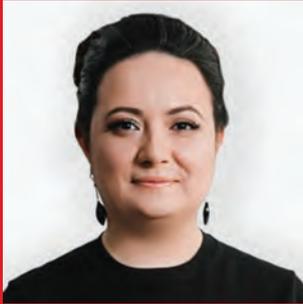
– Новые технологии придадут мощный импульс развитию рынка вторичного потребления в России, сократив расстояние между продавцом и покупателем буквально до нескольких кликов. Так, сегодня наши товары реализуются не только в сети офлайн-отделений, но и в онлайн, например, на одной из крупнейших российских ресейл-платформ. Чтобы повысить эффективность данного канала продаж, мы запускаем собственную доставку реализуемых на этой площадке товаров по всей стране – это даст возможность жителям всех регионов России купить меховые изделия, бытовую технику по ценам в пять раз ниже, чем в магазинах. Для нас в свою очередь это означает расширение круга потенциальных покупателей и существенное наращивание продаж, а также ускорение оборачиваемости средств, что повысит маржинальность бизнеса.

В целом рынки ломбардов и ресейла очень близки. Ранее, в советское время ассортимент «Мосгорломбарда» не ограничивался – в залог принималось все, что можно было в дальнейшем продать. Таким образом ломбарды наряду с комиссионными магазинами стали родоначальниками рынка ресейла в России. Позже ассортимент «Мосгорломбарда» скорректировался до ювелирных украшений, меховых изделий, электроники и бытовой техники – за десятки лет компания наработала огромную экспертизу по этим товарным категориям. И подобная экспертиза – наше мощное конкурентное преимущество: на рынке ресейла она есть не у многих игроков, а наша сила в том, что ювелирную продукцию, ликвидную технику и электронику, а также меховые изделия мы оцениваем быстро, и делаем это хорошо.

– Какие основные цели стоят перед компанией до конца 2024 года? Какие мероприятия способствуют или будут способствовать достижению поставленных задач?

– Одним из приоритетов нашей работы всегда будет развитие основного вида деятельности «МГКЛ» – ломбардного бизнеса. В рамках реализации нашей долгосрочной стратегии мы планируем и дальше наращивать розничную сеть.

Также мы будем активно развивать другие направления группы – ресейл и оптовую торговлю драгметаллами. Ресейл существенно расширяет емкость рынка группы за счет быстрой купли – продажи и комиссионной торговли, а оптовая торговля драгоценными металлами повысит оборачиваемость средств и позволит более интенсивно наращивать портфель займов.



Элла Гимельберг,
управляющий партнер,
Прагматик

– Как вы, консалтинговый бутик, чувствуете ход трансформации рынка? С какой болью к вам обращаются клиенты? Какие вопросы задают консультанту компании, только выходящие на рынок заимствований? Как на фоне трансформации рынка меняется ваш бизнес?

– Несмотря на то что у нас действительно относительно небольшая команда, мы обслуживаем крупных корпоративных клиентов, чье присутствие на облигационном рынке России имеет многолетнюю историю.

Традиционно к нам обращаются за помощью в подготовке к IPO: мы сопровождаем корпоративное структурирование компаний, делаем оценку акций для согласования в Банке России, помогаем топ-менеджерам клиентов решать вопросы стратегического характера: все-таки часть нашей команды — это консультанты по стратегии.

Если посмотреть на рынок заимствований, то изначально компании приходят с вопросом, где можно привлечь деньги под реализацию проекта или на пополнение оборотного капитала. Зачастую мы видим, что классическое банковское финансирование может решить те задачи, которые стоят перед компанией, и мы помогаем сформировать финансовую модель, пакет документов для кредитования.

В случае если анализ бизнеса контрагента высвечивает нам возможность выпуска облигаций, то тогда мы обсуждаем с топ-менеджментом их готовность и желание стать публичной компанией. Публичность накладывает большие обязательства на эмитента по раскрытию информации, качеству финансовой отчетности и готовности взаимодействовать с инвесторами. Все-таки банки находятся в привилегированном положении относительно инвесторов фондового рынка в части доступа к информации.

Выходящие на долговой рынок компании обращаются с базовым запросом разъяснения процедуры. К сожалению, рынок ценных бумаг сложен как с точки зрения законодательства, так и с точки зрения взаимодействия с инфраструктурой фондового рынка — НРД, Московская биржа, системы раскрытия информации. Логично предположить, что в компаниях, которые только обратили свой взор на рынок облигаций, нет персонала, имеющего соответствующую квалификацию, и наша задача, в т. ч. сотрудникам эмитентов помочь получить необходимые знания, чтобы в дальнейшем они развивали компании самостоятельно.

За прошедший год мы сильно выросли, наша команда дополнилась полноценным дизайн-подразделением, также мы стали развивать видеопродакшен. Визуальные коммуникации эмитентов с рынком все больше переходят в плоскость анимированной графики и видеофильмов от традиционных отчетов и презентаций. Конечно, в конце 90-х, когда ФКЦБ ввели эмиссионную документацию, она формировалась зачастую в специальной программе,

результатом работы которой был черно-белый текстовый файл. Отдавая дань традициям, многие эмитенты до сих пор формируют свои документы в таком виде, что, конечно же, уже давно не отвечает задачам конкуренции за внимание потенциального инвестора.

– Мы наблюдаем, что рынок адаптировался и показал свою жизнеспособность в условиях волатильности и высоких ставок. Расскажите, пожалуйста, с какими изменениями столкнулись эмитенты разных типов — компании и регионы? Как в текущих условиях вы оцениваете доступность облигационных денег для проектов в регионах?

– Действительно, у многих предпринимателей складывается ощущение, что высокие ставки сильно затормозили развитие компаний, однако это совсем не так. Для многих отраслей до сих пор остро и актуально стоит вопрос замещения доли рынка, которую раньше удерживали иностранные компании. Сейчас продукция многих из них в 1,5–2 раза дороже цен двухлетней давности, что позволяет российским эмитентам уверенно себя чувствовать даже в коридоре ставок купона от 14 до 18%. Такая ставка нивелируется прибыльностью многих отраслей. Однако структура российского долгового рынка до сих пор имеет сильный перекос в сторону телекома, металлургии, нефтегаза и банковского сектора. Если мы возьмем другие направления, то в медицине в России всего пять эмитентов (включая крупнейшего — МЕДСИ с тремя долгосрочными выпусками длиной в 15 лет, что беспрецедентно для отечественного рынка), по одному эмитенту в лесной и легкой промышленности, чуть больше десятка наберется в сфере ЖКХ и немногим радужнее картина в машиностроении. Более-менее себя на долговом рынке чувствуют агросектор и пищевая отрасль. И на фоне такого скудного выбора возможностей для инвестирования в отраслевые компании банковский сектор имеет более 2 тыс. эмиссий на сегодняшний день в обращении и готовящихся к размещению. Это говорит о том, что в действительности банки выполняют посредническую функцию между фондовым рынком и конечным заемщиком, забирая себе маржу конечного инвестора.

Если мы посмотрим на региональное распределение эмитентов, то здесь однозначно можно сказать, что нет никакой прямой корреляции между уровнем экономического развития региона и количеством эмитентов или их возможностями по заимствованию на долговом рынке. Лесопромышленники, агросектор, ЖКХ — это все региональные компании, развитие которых по тем или иным причинам не может быть профинансировано (или нецелесообразно финансировать) за счет банковского кредитования. На сегодняшний день мы видим большой запрос от правительств регионов в части просветительской деятельности для регионального бизнеса о возможностях фондового рынка. Не стоит забывать немаловажный фактор, что в большинстве регионов банки перенаправляют документы для рассмотрения в головной офис в Москве или в офис макрорегиона. У наших предпринимателей в секторе МСП еще остались формации в голове о том, что проще найти кредитного брокера и иметь повышенный шанс на успех прокредитоваться, чем идти на фондовый рынок, где инвестор фактически обезличен и нужно выстраивать репутацию своего бизнеса, чтобы был спрос на ценные бумаги с адекватной премией за риск.

– Как, на ваш взгляд, обстоит ситуация с прозрачностью эмитентов — когда рынок вернется к высокому качеству раскрытия отчетности и нефинансовой информации? С прекращением зарубежных листингов и уходом требовательных к качеству информации иностранных инвесторов будет ли сохраняться у российских эмитентов стимул к качественному раскрытию?

– Уровень прозрачности российского фондового рынка недостаточен и воспринимается большинством компаний, особенно в сегменте ВДО как обязательная повинность.

К сожалению, у нас до сих пор не сформировалась культура коммуникации с инвесторами и рынком в том объеме, чтобы все стороны могли объективно оценивать риски инвестирования, понимать, куда движется эмитент в своем развитии, что позволило бы снижать настороженность и, как следствие, спред по отношению к ставкам привлечения крупных корпоратов. В корпоративном сегменте все в целом обыденно с точки зрения раскрытия информации. Однозначно на рынке есть лидеры, кто полномасштабно ведет информационную работу, несмотря на делистинг на зарубежных биржах, и есть эмитенты, которые ограничиваются минимальными требованиями по раскрытию. Часто сталкиваемся с ситуацией, когда руководители или владельцы компаний жалуются нам, что их выпуск облигаций не размещается в короткие сроки, и мы стараемся объяснять, что переподписка при размещении – это вопрос качества репутации и информационного раскрытия, умения работать с инвесторами, их ожиданиями и, можно сказать, страхами.

– Некоторые эмитенты вслед за отменой публикации финансовой информации скрывают материалы, касающиеся ESG, а культура их публикации только формировалась. Какие изменения вы видите в динамике ESG-информации? Как с таким состоянием рынка трансформируется мнение эмитентов и как меняются задачи, которые ставятся перед консультантами?

– Раскрытие ESG-информации чувствительно для компаний, кто выпустил инструменты в соответствии с таксономией и получил соответствующий рейтинг. Конечно, российский рынок пока не знает прецедентов гринвошинга просто в силу крайне скудного количества выпущенных инструментов и хорошо проработанной регуляторики со стороны Банка России. При подготовке ESG-отчетов для наших клиентов мы стараемся проговаривать с топ-менеджментом, какую основную информацию и в каком виде им стоит раскрывать на рынке, что включать в презентации для встреч с инвесторами и как должна отрабатывать свои задачи пресс-служба, если по тем или иным причинам IR-подразделение компании не сформировано или сильно ограничено в возможностях информационного раскрытия. Большинство наших клиентов продолжают придерживаться своих ESG-стратегий, несмотря на текущую возможность не раскрывать информацию в полном объеме. В целом мы можем констатировать факт, что эмитенты все больше заинтересованы в выпуске ESG-облигаций, и связано это не столько с модой на ESG, сколько с настоящим пониманием и принятием ответственности за воздействие своего бизнеса и проектов на российское общество.

– Каковы ваши ожидания от результатов облигационного рынка в начале новой эпохи высоких ставок?

– На нашей памяти это пятый большой кризис, так что ничего нового мы не ждем. Эпоха высоких ставок закончится, конечно, ряд проектов и задач компаний уйдет в сегмент кредитования, где очень хорошо развиты системы государственной поддержки, и если на сегодняшний день многие отраслевые программы выбрали свои лимиты, то со следующего года все начнется заново. К сожалению, заимствования в виде облигаций практически ни в одной отраслевой программе не подпадают под субсидирование, что вызывает недоумение – есть достаточно инструментов контроля целевого использования средств облигационного выпуска (отчеты ПВО, отчеты технических супервайзеров и т. д.). Если в ближайшем будущем облигационные выпуски будут иметь возможность субсидировать ставку купона по аналогии с кредитными продуктами, то интерес к фондовому рынку вырастет кратно.



Александр Соломенцев,
директор департамента
по работе с инвесторами,
РЕД СОФТ

– Последние полтора года были периодом больших вызовов для российских разработчиков на фоне ухода классических вендоров и растущих потребностей клиентов в локальном софте. Как компания пережила этот период и какие изменения произошли в бизнесе?

– Компания «РЕД СОФТ» подошла к переломному моменту готовой с технологической точки зрения, не испытав значительного стресса. Все началось с введения первых антироссийских санкций в 2014 году, что дало вполне обоснованный повод задуматься о состоянии отечественной ИТ-отрасли и тотальной зависимости от западных программных продуктов. Повышение санкционного давления в 2018 году подтвердило предположение, что угроза разрыва отношений с иностранными вендорами вполне реальна и что в условиях острого недостатка российского софта его разработка станет перспективным направлением. Так что развивать большинство ключевых продуктов и наращивать ценные компетенции компания начала именно в тот момент. У нас было достаточно времени, чтобы подготовиться. Наоборот, мы проявляли инициативу и предлагали переходить на отечественное программное обеспечение, пробовать наши продукты, так как считаем их достаточно зрелыми и способными удовлетворить большинство потребностей пользователей.

Тем не менее сложившиеся условия дали существенный толчок к развитию деловых отношений с заказчиками. Представители бизнеса осознали неизбежность импортозамещения из-за молниеносного ухода западных вендоров, перестроились и готовы к более плодотворному сотрудничеству. В нашем бизнесе никаких существенных изменений не произошло, единственное – нужно было немного подстроиться к высоким темпам роста персонала и оптимизировать процесс обучения кадров.

– С точки зрения темпов роста выручки предыдущий год был позитивным для компании. Каких результатов вы ожидаете по итогам 2023 года? Какие направления бизнеса внесут наибольший вклад?

– В 2023 году ожидаем продолжения роста двузначными темпами и стремимся к выручке около 2 млрд рублей по итогам текущего периода. Наибольший вклад должно внести инфраструктурное программное обеспечение (операционная система, система виртуализации, платформа администрирования, система управления базами данных и прочие подобные продукты), оно и станет основным драйвером роста в ближайшие годы. В целом тиражируемые решения более маржинальны, чем заказная разработка, поэтому в нашей стратегии долгосрочного развития мы фокусируемся именно на данном направлении бизнеса.

– Как вы оцениваете складывающуюся конкуренцию на рынке: с учетом ухода иностранных поставщиков российские компании заняли отдельные ниши. Всем ли хватило места или есть сегменты, где конкуренция обострена?

– Оставим данный вопрос без комментариев, так как не обладаем полной картиной конкуренции на ИТ-рынке. Рынок большой и разнообразный. Предлагаем адресовать этот вопрос Минцифрам, ассоциациям разработчиков и аналитикам по технологическому сектору.

– Как вы оцениваете ситуацию с доступностью «железа» на российском рынке? Как скоро мы увидим распространение оборудования российского производства?

– Данный вопрос скорее стоит адресовать российским производителям аппаратных комплексов, «РЕД СОФТ» все же является вендором инфраструктурного программного обеспечения. Тем не менее мы сотрудничаем с отечественными поставщиками, выполняя со своей стороны не менее важную часть работы для того, чтобы конечные пользователи остались удовлетворены российскими решениями. Например, в сентябре текущего года были успешно пройдены все испытания и подтверждена корректность работы операционной системы «РЕД ОС» на ноутбуках компании «Гравитон».

– Как вы оцениваете, хватает ли отрасли государственной поддержки в текущих условиях трансформации рынка?

– Государственная поддержка очень важна для ИТ-компаний в текущих условиях. Налоговый маневр, защита разработчиков и создание привлекательных условий для развития информационных технологий являются беспрецедентными, направленными на структурную трансформацию экономики, а именно увеличение доли новой экономики. Однако, несмотря на все эти преференции, наблюдается определенный дисбаланс в отношении субъектов МСП и крупных игроков. Так, существует дорожная карта развития в рамках МСП, и для этого созданы необходимые инструменты поддержки, в т. ч. финансирования, но остается вопрос «Что делать участникам, только что потерявшим этот статус?». Сейчас проходят дебаты относительно возможного изменения параметров отнесения организаций к субъектам МСП и формирования категории МСП+. Надеемся, что наше правительство прислушается к компаниям в целом, к участникам ИТ-рынка в частности, в рамках решения данной задачи, особенно в условиях амбициозных планов по обеспечению технологического суверенитета.

– Как распределена выручка компании между государственными органами и коммерческим сектором? Каковы особенности работы с госзаказчиком в ИТ-секторе?

– Говорить о распределении выручки между государственным и коммерческим секторами пока рано, год еще не окончен и многое может измениться. Да и в целом вопрос достаточно деликатный: кто-то относит государственные корпорации к коммерческому сектору, кто-то нет, поэтому картина может быть необъективной и неоднозначной. Что касается особенностей работы с госзаказчиками, то по большому счету она всего одна: оплата после исполнения условий контракта. Корпоративный сегмент в этом плане более гибкий.

– Государственные органы были первыми, кто обратился к теме импортозамещения в IT, но коммерческие заказчики обычно требовательнее к современности используемого технологического стека и применяемых решений. Чувствуете ли вы ограничения с качественной стороны разработки с большой долей государственного заказчика? Как вы думаете, не сдерживает ли это скорость развития отечественного софта?

– Мы не чувствуем каких-либо ограничений для предоставления наших продуктов, услуг и сервисов коммерческим заказчикам. Мы долго и плодотворно работали над выстраиванием экосистемы вокруг нашего технологического стека. На текущий момент программное обеспечение от компании «РЕД СОФТ» совместимо с наиболее используемыми прикладными решениями, которые покрывают большую часть потребностей бизнеса. При этом важно отметить, что такая совместимость подтверждена не только со стороны нашей компании, но и со стороны самих разработчиков такого софта.

По нашему мнению, наоборот, исключительно тесное взаимодействие с заказчиками способствует повышению скорости развития отечественного программного обеспечения. Кто, как не заказчик, может поделиться специфическими требованиями к используемым технологиям.

– В последние полтора года отрасль столкнулась с существенным оттоком кадров и компетенций. Какие усилия принимает компания для удержания сотрудников и развития их потенциала?

– Действительно, сложная геополитическая обстановка кардинально изменила ландшафт российской IT-отрасли: ушли не только иностранные производители программного обеспечения, но и часть высококвалифицированной рабочей силы покинула рынок труда. К счастью, в случае компании «РЕД СОФТ» слаженные действия топ-менеджмента и значительная поддержка со стороны Минцифры скорее имели обратный эффект. Нам удалось привлечь высвободившиеся из-за ухода иностранных вендоров команды разработчиков, которые вряд ли были бы доступны в иных условиях. За последние полтора года штат увеличился в два раза, при этом преимущественно за счет IT-специалистов.

Главным удерживающим фактором остается возможность реализовывать крупные проекты по цифровой трансформации государственного управления в первую очередь, а также создавать российское инфраструктурное ПО, способное обеспечить технологический суверенитет. Например, полный стек технологий и компетенции компании «РЕД СОФТ» позволили для ФССП создать базовый функционал по-настоящему цифрового ведомства, а также обеспечить граждан удобными цифровыми сервисами на портале «Госуслуги», что в свою очередь было отмечено Минцифрами. Решение таких сложных и комплексных задач как нельзя лучше реализовывает потенциал сотрудников, привлекает IT-специалистов присоединиться к нашей команде, а также развивает их компетенции.

– Каковы планы компании по работе с облигационным рынком в 2024 году? Как изменились запросы инвесторов на раскрытие информации со стороны компании?

– У компании запланировано погашение двух выпусков биржевых облигаций в мае и декабре 2024 года. Согласно нашему плану мы намерены выйти в середине года с новым выпуском, чтобы поддержать комфортный для нас уровень долговой нагрузки и иметь достаточный объем ликвидности для финансирования наших разработок. С момента выхода компании «РЕД СОФТ» на облигационный рынок запросы инвесторов на раскрытие ин-

формации значительно изменились. Если в момент зарождения сектора ВДО было достаточно презентации о компании, то сейчас инвесторы требуют предоставления информации, сравнимой по качеству, детализации и периодичности такого раскрытия с крупными игроками. Со своей стороны мы поддерживаем данное желание инвесторов и стремимся удовлетворить их запрос, последовательно развиваясь в этом направлении.

– Как вы думаете, сможет ли облигационный рынок профинансировать технологический суверенитет?

– В условиях необходимости оперативного замещения западных программных продуктов компаниям требуется значительный объем капитала. Для ИТ-сектора привлечение финансирования с помощью облигационного рынка предоставляет существенные преимущества. Помимо гибкости, присущей облигационному рынку по сравнению с банковским, одним из ключевых является возможность выпустить ценные бумаги на срок до трех лет – оптимальный с точки зрения производственного цикла. А учитывая рост спроса со стороны инвесторов на новые имена и благоприятное отношение к сектору информационных технологий, по нашему мнению, облигационный рынок сможет стать ключевым источником длинных денег, обеспечивающим достижение технологического суверенитета государства.



Николай Леоненков,
директор департамента
корпоративных финансов,
АО «ИК «РИКОМ-ТРАСТ»

– Насколько хорошо, по вашему мнению, российский облигационный рынок адаптировался к новым условиям? Какие бы основные достижения вы выделили? Что мешает его росту?

– После внепланового повышения ключевой ставки с 8,5 до 12%, а в сентябре еще на 100 б. п., до 13% рынок рублевых облигаций до сих пор находится в процессе адаптации к новым реалиям. Если вспомнить, что ставки центральных банков развитых стран уже в районе 5–5,5% годовых, то наша ключевая ставка уже не кажется завышенной. Поэтому доходности бумаг с высокими рейтингами начинают подбираться к 15–16% годовых. Вполне вероятно, что именно сегмент первичных размещений подтолкнет повышение доходности по рынку. Уже сейчас компании с рейтингом А/А- предлагают купонную ставку 15,5% с доходностью к погашению 16,25%.

В настоящий момент вся требуемая инфраструктура для выхода на рынок публичного долга создана. Она вполне эффективна, прозрачна и доступна даже для небольших компаний. По данным портала Cbonds (<https://cbonds.ru/rankings/982/3473/>), рынок первичных размещений корпоративных облигаций с рейтингом ВВВ и ниже составил 40 млрд рублей за девять месяцев 2023 года. За этот период было выпущено 98 эмиссий облигаций. Все больше компаний выходят на рынок облигаций и становятся публичными – это главное достижение.

Будущие действия Центрального банка России в рамках ДКП определяют дальнейшую динамику развития рынка. Несмотря на рекордное количество брокерских счетов, открытых на Московской бирже, инвесторы действуют с осторожностью, ожидая ближайших решений по ключевой ставке.

– Исторически инвестиции физических лиц на российском финансовом рынке тяготели к акциям, а спрос на кредитный риск закрывали банки с депозитными продуктами. Как по состоянию на сегодня выглядит структура вложений типового розничного инвестора между акциями и облигациями? Как изменялся этот баланс за прошедший год?

– Действительно, с приходом розничного инвестора отечественный фондовый рынок становится все более и более разнообразным и интересным. Вначале это был рынок крупных участников, их было немного, и инструментов инвестирования, соответственно, было немного. В начале 2000-х появился рынок облигаций, но он был интересен только институционалам и крупным эмитентам. Сегодня это высоко технологичный современный рынок, на котором ежедневно торгуют миллионы людей. На рынок из депозитов пришли

существенные деньги розничных инвесторов, которые очень замотивированы на поиск инструментов для инвестирования. Именно поэтому кроме облигационного рынка активно растет рынок IPO, который еще вчера был доступен только на иностранных площадках.

По данным Центрального Банка России на I квартал 2023 года, средняя доля акций в портфеле инвесторов составляла около 30%, а облигаций – 32%. Увеличение интереса к облигациям началось еще в II–III кварталах 2022 года, когда снижение ставки по депозитам заставило розничных инвесторов искать новые варианты для вложения капитала.

Говорить про нынешнюю структуру вложений розничных инвесторов сложно, потому что она еще не успела до конца сформироваться после изменения ключевой ставки. Несмотря на это, мы видим четкие сигналы того, что розничным инвесторам все больше интересен рынок облигаций. Это подтверждается ростом объемов первичных размещений, особенно в сегменте ВДО. Доля частных лиц в отдельных выпусках может составлять и все 100%.

– Насколько плотный у компании пайплайн работы с новыми эмитентами? Сколько дебютов в ближайший год вы ожидаете?

– Мы отмечаем приличный рост интереса компаний МСП к привлечению публичного долга. Если раньше будущему эмитенту следовало долго, порой около года доказывать потребность выхода на биржу, объяснять преимущества этого рынка, то сейчас компании уже замотивированы и подготовлены. Существенно сократился срок выхода на биржу с момента первого знакомства.

В фокусе нашего интереса компании МСП, имеющие устойчивую рыночную позицию, масштабируемый бизнес, ощущающие нехватку длинных денег. Таких компаний в стране десятки тысяч. Мы имеем обширный план по работе с ними. Уже сейчас на рынке дебютирует до 10 компаний в месяц. Мы хотели бы, чтобы в год на рынке появлялось по 500 новых эмитентов. Тогда со временем рынок будет диверсифицированным, с широким предложением различных секторов экономики, уровней рейтинга, типов купонов (фиксированные, плавающие и т. п.), в различных валютах.

– Вы на своем сайте указываете несколько вполне резонных требований к потенциальным эмитентам — про срок существования компании, темпы роста, базовые кредитные метрики. Какие еще важные условия вы можете подчеркнуть, в т. ч. связанные со структурированием и управлением бизнеса?

– Открытость — один из наиболее главных критериев для публичной компании. По нашему опыту, чтобы иметь успех на рынке, эмитент должен вести диалог с инвестором, общаться. Это всегда ценится со стороны розничных участников рынка.

Это же касается блока структуры и управления бизнесом, чем более у эмитента открытая и понятная структура владения и управления, тем лучше.

Мы положительно оцениваем наличие маржинального продукта в бизнесе будущего эмитента, стратегических планов развития, готовность к кратному росту. Именно для таких компаний критически важно привлечение долгих денег, с постоянными условиями по обслуживанию долга и с гибкими условиями использования займа, чего не может предоставить банковское кредитование.

– Сколько времени, по вашей оценке, стоит закладывать потенциальному небольшому эмитенту на весь цикл подготовки к размещению, особенно если существует необходимость спрямить корпоративную структуру?

– Действительно, дебютанты не всегда имеют оптимальную корпоративную структуру. Исправить ее несложно. Стандарты в целом всем известны. Надо сказать, что будущие эмитенты обладают своей надежной структурой управления. Просто она своя, доморощенная, не всем понятная на публичном рынке. Необходимые дополнительные настройки можно делать параллельно с подготовкой к выпуску. И это не сильно сокращает срок подготовки к выпуску, который в среднем может занимать три-четыре месяца.

– Каковы особенности маркетинга корпоративных облигаций в ВДО-сегменте? Какими вопросами в отношении ваших клиентов задаются инвесторы — физические лица?

– Эмитент — это не просто компания, выпускающая облигации, это производитель реального продукта. За эмитентом стоит понятный бизнес со своими особенностями и спецификой. Продукцию компании многие инвесторы могут встретить в реальной жизни и пользоваться ей. Как раз это и является ключевой особенностью представления эмитента. Инвестор должен понимать сам бизнес, его риски, перспективы, рынки сбыта, особенности производства. Тогда перед ним будет не очередной эмитент, а вполне понятная компания. В отличие от крупных компаний, где практически невозможно узнать детали ведения бизнеса, малый и средний бизнес весьма охотно рассказывает инвесторам о своих особенностях, сильных и даже слабых сторонах.

Более того, мы считаем, что без должного уровня раскрытия информации практически невозможно привлечь инвестора. Причем информацию желательно раскрывать и обновлять на протяжении всего времени присутствия на публичном рынке не только в разрезе финансовой отчетности, но и появления новых продуктов, завоевания новых рынков сбыта, кадровых изменений и т. п. Эмитенту не стоит бояться обсуждать и трудности бизнеса, планируемые пути их преодоления. Они всегда бывают, без них никак. Российский инвестор в отличие от западного, как правило, сопереживает эмитенту, высказывает какие-то рекомендации, идет на уступки при определении параметров очередных выпусков. Чем больше эмитент открыт и искренен, тем более доверительные отношения выстраиваются с инвесторами. Ведь рынок долга — это рынок доверия.

– Расскажите, пожалуйста, о создании ассоциации НАУРОФ. Какие приоритетные проекты планирует ассоциация? Какова будет роль ассоциации в работе облигационного рынка и чем она способна помочь его участникам?

– НАУРОФ была создана по инициативе участников рынка, организаторов выпусков облигаций, эмитентов, чтобы совместно создавать и внедрять предложения, которые повысят доступность и удобство финансирования предпринимателей, что будет способствовать быстрому росту бизнеса в России, а значит, страны и общества в целом.

Инициаторы создания ассоциации имеют обширный опыт привлечения публичного долга, хорошо знают рынок и готовы воспользоваться им для общественного блага.

Среди первостепенных задач члены НАУРОФ видят для себя создание стандартов и принципов работы на рынке облигаций, повышение доступности облигаций для бизнеса, построение доверительного диалога между участниками рынка, запуск инициатив по раз-

витию рынка, в т. ч. с использованием господдержки, выравнивание доступности для предпринимателей инструментов публичного и банковского рынков привлечения финансирования.

Многие решения проблемных вопросов уже давно обсуждаются среди участников фондового рынка, но не хватало инициатора и заинтересованного лица, представляющего бизнес и консолидирующего общее мнение. Теперь такая площадка появилась, и мы приглашаем всех заинтересованных лиц присоединиться к работе НАУРОФ. Наша отрасль слишком обширна, задействовано много участников инфраструктуры с различными функциями и интересами. Лишь объединив усилия, учитывая все точки зрения, можно выстроить эффективный, а главное, прозрачный и понятный для всех механизм привлечения инвестиций в компании МСП.



Евгений Самойлов,
генеральный директор,
Русаудит

– Расскажите, пожалуйста, с какими вызовами столкнулся аудиторский рынок в 2023 году? Какие изменения происходят на рынке и как они влияют на бизнес «Русаудита»?

– 2023-й уже сейчас можно назвать годом усиления регуляторного контроля – впервые за долгое время аудиторы (причем, достаточно крупные) столкнулись с мерами приостановки деятельности и даже исключения из состава СРО. Формально идет разговор об ужесточении контроля государства за соблюдением 115-ФЗ (ПОДФТ), однако де-факто происходит системное усиление контрольных функций со стороны Федерального казначейства. Кроме того, аудиторы уже почувствовали влияние на рынок позиции Банка России, который лишь начал проводить мероприятия по включению аудиторов в свой реестр. Для ряда аудиторских компаний все это стало неожиданностью. Что касается нашей компании, то мы достаточно давно ожидали подобного развития – ранее контроль усиливался на уровне СРО аудиторов, но де-факто она оказывала влияние на количество малых и средних аудиторских компаний (с 2022 года в СРО происходит зачет проверок контроля качества, проведенных Федеральным казначейством), занималась учетом синхронизации подходов к контролю – эти тенденции были понятны. Многие аудиторы ожидают, что в сегменте аудита общественно значимых организаций будет наведен порядок и это существенно сократит факты недобросовестной конкуренции. В настоящее время наш аудиторский бизнес растет, и основной задачей является сохранение качества и сервиса на высоком уровне, который мы предоставляем клиенту.

– Наблюдает ли «Русаудит» существенные изменения в конкурентном ландшафте? Как они влияют на бизнес компании и как она отвечает на вызовы?

– Аудиторский рынок очень консервативный – изменения происходят небыстро, тем не менее уже по итогам 2023 года все ожидают сокращения доли ex-big4 (для этого есть разные причины). Что касается остальных игроков топ-20, то здесь мы видим очень разные стратегии – кто-то ориентируется на работу с государственным сектором (государственные корпорации и компании, вовлеченные в реализацию государственного оборонного заказа), кто-то ориентирован на минимизацию налоговых рисков (понятно, что риски претензий налоговых органов будут нарастать, так как требуется пополнение бюджета). Наша целевая аудитория – частный бизнес, работающий в рыночных условиях, стремящийся, например, привлекать публичное финансирование. Налоговые риски мы, безусловно, рассматриваем, но государство лишь один из пользователей финансовой информации. Собственники бизнеса, созданного 20–30 лет назад, сейчас задумываются о его долгосрочной стабильности, создании системы корпоративного управ-

ления, частью которой являются финансовая прозрачность и соответствие требованиям потенциальных инвесторов и кредиторов. Менеджменту компаний сегодня важно качество финансовой информации для принятия оперативных управленческих решений. Финансовый аудит в соответствии с международными стандартами как раз позволяет решать эти задачи, поскольку изначально и был для них предназначен. Это не исключает каких-либо консалтинговых проектов по итогам аудиторской проверки, но нужно понимать, что правила независимости аудиторов сильно ограничивают оказание дополнительных услуг, например, публичным компаниям. Мы видим, что зачастую компания сама может развивать свою финансовую функцию при правильной расстановке приоритетов и поддержке со стороны акционеров – общение с аудитором как в ходе проверки, так и по ее итогам дает достаточную информацию о том, как и где нужно развивать компанию и почему это становится сейчас важно.

– Какие ощутимые изменения в надзоре за аудиторскими компаниями произошли за последний год?

– Как я сказал выше, мы видим усиление надзора со стороны Федерального казначейства, что уже привело к негативным последствиям для бизнеса ряда аудиторских компаний. Понимая сложившуюся ситуацию, аудиторские компании, ориентированные на долгосрочное развитие, будут совершенствовать свои технологии, и, скорее всего, это приведет к росту трудозатрат. Поэтому нужно готовиться к повышению цен на аудиторские услуги – оно должно быть значительным, поскольку растут не только стоимость специалистов (как и в других отраслях), но и трудозатраты, связанные, например, с соблюдением требований 115-ФЗ (если честно, ранее аудиторы подходили к этой обязанности скорее формально). Кроме того, стало чувствоваться дыхание Банка России в отношении компаний, попавших в реестр аудиторов общественно значимых организаций на финансовом рынке, – тот, кто уже входит в сферу контроля ЦБ РФ, уверен, понимает последствия и перспективы этого сегмента аудиторского рынка.

– Какие существуют особенности в аудиторской работе с компаниями-эмитентами? Как изменяется аудиторское задание, если компания только готовится к дебютному размещению?

– Де-факто у нас нет каких-то особенностей при работе с компаниями-эмитентами. Методика аудита единая. Хотя, конечно, фактор публичности повышает риски аудируемых лиц, что в ряде случаев приводит к дополнительным процедурам: например, контроль такого проекта внутри аудиторской компании осуществляется дополнительным лицом (мы его называем «независимый партнер»), то есть помимо руководителя аудиторского задания с выводами аудиторской команды должен согласиться, как минимум, еще один опытный эксперт, который не вовлечен в текущую реализацию проекта. Это позволяет минимизировать риски, связанные в т. ч. с документированием нашей работы, которые, собственно, и являются ключевыми в ходе внешних проверок контроля качества. Очень редко можно услышать, что аудиторское заключение было заведомо ложным (это всего два-три случая за всю современную историю); нечасто можно услышать, что аудиторское заключение имело ошибки; а вот о проблемах с документированием работы аудиторов внешние контролеры говорят постоянно. Поэтому во избежание неприятных сюрпризов с различного рода контролерами (а публичные компании – приоритет внешнего контроля) аудиторские организации больше времени тратят на внутреннюю рутину, которая, может быть, и не видна клиенту, но всегда присутствует. Понимание того, что компания проводит аудит в связи

с дебютным размещением, уже повышает риск, но скрывать данную ситуацию от аудитора будет себе дороже – профессия аудитора похожа на профессию врача, с которым лучше быть откровенным, если вас интересует результат.

– Как изменился клиентский ландшафт? Отмечаете ли вы ощутимые изменения в секторальной принадлежности клиентов и их запросах, в первую очередь на подготовку заключений в рамках отчетности по стандартам МСФО?

– В 2022 году горячие головы говорили о необходимости отказа от МСФО, но, к счастью, регуляторы бухгалтерской профессии отстаивали приоритетность международных стандартов. Поэтому спрос на МСФО продолжает расти, особенно в среднем бизнесе (крупный де-факто уже весь перешел на МСФО). Если говорить об отраслях, то мы в основном специализируемся на потребительских сегментах. Здесь в наибольшей степени работают рыночные механизмы, поэтому использование МСФО в данном сегменте расширяется. Мы видим рост запросов на подготовку или аудит отчетности как со стороны дебютантов рынка, так и более опытных эмитентов – приостановка членства в международных сетях big4 дает шанс всем игрокам показать себя. И мы этим активно пользуемся, доказывая, что ключевой фактор – это не цена, а модель взаимоотношений. Пока дебютанты не привыкли к тому, что получение аудиторского заключения без оговорок не гарантировано и требует много усилий с обеих сторон. В то же время опытные потребители аудиторских услуг могут от нас получить более внимательное отношение по сравнению с аудиторскими компаниями, ориентированными на иную целевую аудиторию.

– Как поменялось взаимодействие с клиентом за последний год с учетом трансформаций рынка? Сделался ли клиент требовательнее или рынок стал более благоприятным для аудитора? Сколько лет в среднем «Русаудит» сотрудничает со своими клиентами в рамках оказания аудиторских услуг?

– Я думаю, что клиенты становятся более прагматичными. Безусловно, важны «погоны» (место в рейтинге, например). При этом многие уже понимают, что существуют разные бизнес-модели. До сих пор среди крупнейших (топ-20) есть компании, которые зарабатывают на объеме (количестве выпущенных аудиторских заключений). В такой ситуации не стоит удивляться, если на ваш запрос по обсуждению тех или иных замечаний, выявленных во время проверки, вам ответят, что это не входит в стоимость услуг; аудиторская команда, с которой вы работаете, собрана из субподрядчиков и т. д. С учетом ситуации с усилением контроля, которую мы обсуждали выше, могут возникнуть неприятные моменты, связанные с имиджем аудиторской компании или в принципе необходимостью замены аудитора (а это нередко болезненный процесс, не только требующий дополнительных инвестиций времени, но и зачастую способный привести к необходимости корректировок ранее заверенной отчетности такого рода многостаночником). Если возвращаться к практике «Русаудита», большинство клиентов с нами не менее 10 лет (есть те, с кем мы уже и 20, и 30 лет). Не скрою, есть ситуации, когда мы не срабатываемся и расстаемся через год. Для меня лично это зона особого внимания. Каждый новый клиент – это инвестиция, которая окупается через три-четыре года, но вопрос не только в деньгах. Самое главное – время, которое мы потратили. Возможно, где-то не пояснили нашу позицию на этапе переговоров, где-то неправильно оценили возможности и экспертизу клиента в вопросах подготовки отчетности и проведения аудита. Мы учимся на этом опыте и всегда стараемся учесть совершенные ошибки, наша модель – долгосрочные и доверительные отношения.

– Многие эмитенты продолжают держать отчетность, и в т. ч. аудиторские заключения нераскрытой. Считаете ли вы такую практику пагубной для инвесторов в ценные бумаги? Когда рынок может рассчитывать на более подробное раскрытие?

– Безусловно, есть ситуации, когда раскрытие информации может навредить какому-либо государственному задачам, но сейчас в данной сфере больше манипуляций, чем реальных обстоятельств. Степень доверия к некоторым эмитентам явно будет ниже, и непонятно, кто выиграет в итоге (точнее, кто больше потеряет в оценке компании или в дивидендном потоке). Прогноз точно давать не хочется, это политическое решение, в котором эмоциональная составляющая и личные интересы отдельных игроков могут превалировать над экономической целесообразностью и стратегическим развитием рынка. Думаю, надо быть последовательным – если государство хочет запустить инвестиции за счет широкого спектра инвесторов, оно должно последовательно продвигать лучший опыт, наиболее передовые стандарты и практики. В свое время меня учили: «Если хочешь быть первым, будь первым во всем».

– Нередко можно наблюдать, что эмитенты-дебютанты выходят на облигационный рынок с безымянным аудитором. Какие риски, по вашему мнению, это несет для инвесторов и, говоря чуть шире, можно ли сэкономить на аудите?

– Аудит – дорогой сервис, поэтому в случае экономии скорее всего вы покупаете другую услугу, если, конечно, на вас не пытаются заработать иными способами. В качестве альтернативы может быть, например, и банальная тема точки входа для последующих кросс-продаж. Есть и более сложная история с недобросовестным поведением на рынке – аудитор имеет доступ ко всей конфиденциальной информации, а если бренд не очень ценен, то краткосрочная сделка с быстрым эффектом криминального обогащения вполне может быть рациональным решением (не хотелось бы углубляться в детали, но есть разные примеры с неприятным результатом, и об этом нельзя забывать). Если вернуться к легальным историям, то эмитенту в случае экономии может грозить, во-первых, пересмотр ранее подтвержденной отчетности (а это ваш имидж, который можно быстро потерять, но, чтобы его вернуть, понадобятся годы). Во-вторых, ситуации с исключением аудитора из СПО (или приостановкой его деятельности). Риск того, что дешевый аудит будет признан некачественным (вызовет претензии со стороны внешних контролеров), точно выше (он приоритетно попадет на «радары» СПО, Федерального казначейства и Банка России). А если сравнить стоимость аудита с тратами на корпоратив, который компания проводит для своих сотрудников или клиентов, то, как мне кажется, вопрос цены не такой уж и приоритетный. Зачастую стоимость аудита занимает крайне низкий процент даже в административных расходах (не говоря уже о масштабе бизнеса всей компании). Гораздо важнее другие нематериальные факторы, о которых вы невольно задумываетесь, выбирая аудиторскую компанию (вряд ли вы выбираете врача только по критерию цены его приема или часовой ставки).

– Ваш совет эмитенту-дебютанту: какой порядок цен на аудит должен его насторожить?

– Мне сложно говорить за всех участников рынка, в рамках общественной работы в СПО сталкиваюсь с разными ситуациями. Если говорить о позиции «Русаудита», то обязательный аудит компании, которая занимается производством и имеет выручку от 1 млрд рублей и выше, не может стоить менее 1 млн рублей. Каждая ситуация индивидуальна.

Поверьте, аудит – это не commodity, особенно для дебютантов. Кому-то достаточно провести аудит РСБУ, для кого-то это неприемлемо, и он сможет представить достоверную информацию о своей деятельности только в рамках отчетности МСФО. Кто-то работает с адекватными оценщиками (оценка активов и обязательств – важный фактор подготовки отчетности как в соответствии с МСФО, так и в последние два-три года уже и по РСБУ), а кто-то настаивает на взаимодействии с иного рода консультантами, чья работа стоит недорого. Таких факторов очень много, и говорить о каких-то минимальных ценах сложно. Но если вам предлагают стоимость услуги менее 500 тыс. рублей (а вы – производитель, и выручка 1 млрд рублей и выше), я бы уже насторожился. Кстати, это текущие цены. Полагаю, что в следующем, 2024 году ситуация может существенно измениться (не в лучшую для клиента сторону). Но я предлагаю обсудить это уже через год, а о факторах, влияющих на цену аудиторских услуг, мы поговорим на самой конференции агентства «Эксперт РА».

**Максим Чернега,**

руководитель направления

DCM департамента корпоративных финансов,

Цифра брокер

– Насколько хорошо, по вашему мнению, российский облигационный рынок адаптировался к новым условиям? Какие бы основные достижения вы выделили? Что мешает его росту?

– Если посмотреть на динамику первичных размещений, то после нокдауна весны прошлого года российский облигационный рынок восстановился очень быстро: сектор корпоративных облигаций в 2022-м вырос на 19% по сравнению с 2021-м. Огромную роль в этом сыграли замещающие облигации, однако если говорить про восемь месяцев 2023 года, то рост на 106% к аналогичному периоду 2021-го нельзя объяснить только лишь данным фактором. При этом, учитывая, что до конца года нас ждут новые выпуски во всех сегментах, объем первичного рынка, а вместе с ним и вторичного будет рекордным.

В этой связи интереснее порассуждать о развитии альтернативных инструментов привлечения финансирования (краудинвестинг и краудлендинг) и цифровых технологий (ЦФА и УЦП): как их распространение скажется на объемах размещения облигаций и какую долю риск-ориентированных инвесторов они отвлекут с фондового рынка?

С одной стороны, на начало 2023-го объем рынка краудфандинга, по данным Банка России, составлял 20,4 млрд рублей, в текущем году можно ожидать как минимум удвоение названного показателя, и это уже сопоставимо с объемом российского долгового рынка МСП (234,3 млрд рублей на конец августа, по данным cbonds.ru). Казалось бы, 40 млрд – это не так много, а учитывая, что облигации МСП являются каплей в море долгового рынка, то и совсем мало, но не стоит забывать, что массовый розничный инвестор пришел на долговой рынок именно через сегмент мелких размещений, соответственно, крауд грозит уменьшить долю рынка, который выживает исключительно благодаря физическим лицам. С другой стороны, краудлендинг вроде бы обещает быть лесенкой для появления новых эмитентов облигаций, но к текущему моменту такие истории успеха можно пересчитать по пальцам одной руки. В конце концов, можно говорить о том, что именно крауд убил только-только нарождающийся сегмент коммерческих облигаций.

Что касается ЦФА, то за год существования данный рынок уже приближается к 30 млрд рублей. Учитывая масштаб игроков, проблемы с продвижением и ресурсами навряд ли предвидятся. ЦФА, будучи не альтернативным инструментом, а сравнительно новой технологией, несут серьезную угрозу фондовому рынку в его текущем виде. Очевидно, что по мере цифровизации экономических отношений (не путать с оцифровкой!) роль ЦФА и УЦП будет возрастать. И с этим вызовом и одновременно возможностью необходимо будет сосуществовать и всей нынешней инфраструктуре, и финансовым институтам, и эмитентам, и инвесторам.

– Расскажите, пожалуйста, как изменилась роль розничного инвестора на рынке облигаций? Растущая доля физических лиц — благо для рынка или это обстоятельство несет и вызовы?

– Роль розничного инвестора, например, в сегменте ВДО всегда была велика, зачастую составляя 100% от объема выпуска. С одной стороны, повышение интереса к облигациям физических лиц — это хороший знак, так как происходит смена сберегательной модели поведения на инвестиционную, и растет осознание, что не акциями едиными жив фондовый рынок, что есть еще консервативные финансовые инструменты. С другой стороны, розничный инвестор все еще не всегда адекватно оценивает риски и больше склонен поддаваться паническим настроениям или излишней эйфории, что ведет к росту волатильности. Ну а эмитентам и организаторам выпусков необходимо научиться с массой розничных инвесторов взаимодействовать.

– Как по состоянию на сегодня выглядит соотношение вложений типового розничного инвестора — акций и облигаций? Как изменялся этот баланс за прошедший год?

– Разговор о типовом розничном инвесторе — это все равно, что измерение средней температуры по больнице: много цифр, но без учета риск-профилирования, размеров портфелей и прочих факторов — малополезное упражнение. Однозначно можно говорить только о том, что по мере увеличения объема портфеля инвестора доля облигаций увеличивается пропорционально росту диверсификации.

– Как рост влияния розничного спроса, по вашему мнению, сказывается на IR-стратегии эмитентов? Какие специфические рекомендации эмитентам, работающим преимущественно с розничным инвестором, вы можете дать?

– IR-стратегия эмитента во многом определяется сотрудничеством с организатором выпуска ценных бумаг. Часть организаторов или не имеет своей клиентской базы, или она очень ограничена, а потому они работают с инвесторами на открытом рынке и ведут активную маркетинговую политику по всем каналам. Соответственно, эмитенты также должны быть более активными в своей коммуникации с инвесторами. На другом полюсе — организаторы, которые сосредоточены на своей клиентской базе, — здесь объем коммуникации между эмитентом и инвесторами значительно меньше.

В любом случае самая главная рекомендация для эмитента — общаться, общаться и еще раз общаться с инвесторами. Как показывают наблюдения, при прочих равных эмитент, уделяющий большее внимание IR, будет получать чуть лучшие условия по своим выпускам.

– Эмитенты корпоративных бумаг каких сегментов экономики сегодня выглядят наиболее привлекательно для розничных инвесторов?

– Ответ на вопрос о привлекательности следует построить от обратного, то есть ответить на вопрос «Какие отрасли выглядят наиболее рискованными в сложившейся ситуации?». Учитывая ситуацию со ставками, под давлением могут оказаться лизинговые компании и МФО, все непросто у девелоперов и розничной торговли. Если говорить о тех, кто оказался на коне, то это все компании, так или иначе связанные с импортозамещением и госзаказом.

– Многие эмитенты продолжают держать отчетность и в т. ч. аудиторские заключения

нераскрытыми. Считаете вы такую практику пагубной для инвесторов в ценные бумаги? Когда рынок может рассчитывать на более подробное раскрытие?

– Если говорить про сектор ВДО, то ситуации с нераскрытием отчетности или раскрытием таковой в ограниченном виде или объеме здесь не наблюдается, напротив, в рамках своих IR-стратегий и по рекомендации организаторов эмитенты зачастую стали рассказывать о себе даже больше, чем ранее. Также следует отметить позицию Московской биржи, которая в рамках процедур КУС настоятельно требует от эмитентов раскрытия отчетности в полном объеме в процессе обращения ценных бумаг.

Возвращаясь к вопросу о крауде и ЦФА, в этом сегменте никакого обязательного раскрытия информации не предусмотрено, и можно вести речь о регуляторном арбитраже. Насколько справедливо ставить инвестора в ситуацию «купить то, не знаю что», а отрасль в состояние полярного подхода к контролю?

– Стоит ли ожидать роста участия розничных инвесторов в размещениях бумаг первого и второго эшелонов? Где, по вашему мнению, сейчас проведена граница привлекательной доходности для розничного спроса, начиная с которой инвестор активно смотрит на бумагу? Мыслит ли инвестор категорией «риск — доходность» или риск-составляющая по-прежнему игнорируется?

– Рост участия розничных инвесторов в размещениях ценных бумаг высших эшелонов уже произошел, другой вопрос, что объемы институциональных игроков просто-напросто несопоставимо больше и всегда будут оставаться таковыми.

Что касается поведения розничных инвесторов и оценки ими рисков, ситуацию нельзя назвать однозначной. В целом инвесторы научились смотреть на рейтинги, иногда читать пресс-релизы, но в то же время нет такого эмитента, в которого он не рискнул бы вложиться, даже под страхом дефолта, ради нескольких лишних процентов прибыли.

– С 2021 года ЦБ РФ ввел тестирование физических лиц — неквалифицированных инвесторов для возможности приобретения ими сложных финансовых инструментов. Как сильно реализация этих мер повлияла на клиентский опыт? Помогла ли она снизить риски мисселинга для розничных инвесторов?

– Не в полной мере, как это, очевидно, задумывалось. Переход к осознанному инвестированию требует времени и повышения финансовой грамотности, чего едва ли можно ожидать только при ограничении круга используемых инвестором инструментов. Все это понимают, поэтому дискуссии между регулятором и профучастниками продолжаются.

– Какими советами для частного инвестора вы можете поделиться, как для опытного, так и для новичка? Ваш совет эмитенту-дебютанту — какой порядок цен на аудит должен его насторожить?

– Совет инвестору: постоянно диверсифицировать свой портфель — это всегда полезно, а в случае с облигациями необходимо.

Совет эмитенту по части выбора аудитора: порядок цен не важен, тем более это вопрос переговоров, но с точки зрения имен лучше ориентироваться на известные в России (условные топ-20) либо в регионе (условные топ-5), и на соответствующие требованиям для проведения аудита общественно значимые организации.

Также можно посоветовать эмитенту заранее озаботиться получением кредитного рейтинга у одного из четырех рейтинговых агентств. Если пару лет назад наличие рейтинга было необязательным требованием, то сейчас редкий эмитент может просочиться сквозь все фильтры и разместить облигации, не имея рейтинга. Да, с одной стороны, рейтинг стоит денег, но, с другой стороны, наличие рейтинга, во-первых, позитивно для эмитента сказывается на величине купона, а во-вторых, как не крути, при рейтинговании приходится приводить многие дела в порядок, что уже положительно влияет на бизнес-процессы.

Опять же, возвращаясь к вопросу крауда и цифровых активов, где требования по аудиту и по рейтингованию отсутствуют. В итоге все сводится к надежности модели оценки площадки – как будто у организаторов размещений облигаций и организатора торгов облигациями их нет!



Антон Ефремов,
партнер,
Юникон

– Расскажите, пожалуйста, с какими вызовами столкнулся аудиторский рынок в 2023 году? Какие изменения происходят на рынке и как они влияют на бизнес компании?

– Рынок аудиторских и консалтинговых услуг зависит от уровня развития экономики и процессов, происходящих в ней. В 2023 году продолжается структурная трансформация российской экономики в сторону развития отечественных технологий и более активного импортозамещения во всех отраслях. Создаются новые и перестраиваются существующие компании и производства. Все это требует качественного аудиторского и консультационного сопровождения.

Также важным фактором является развитие российского фондового рынка как способа привлечения финансирования для структурной трансформации экономики. Выход на фондовый рынок требует качественного независимого аудита и подготовки финансовой отчетности по МСФО, а также сопровождения при IPO. Мы верим, что российская экономика и рынок продолжат трансформироваться и развиваться, следовательно, наши аудиторские и сопутствующие услуги будут еще больше востребованы.

В 2023 году крупные аудиторские компании активно работали над тем, чтобы войти в реестр аудиторских организаций, оказывающих услуги общественно значимым организациям финансового сектора. Этот реестр ведет Банк России. С 2024 года только аудиторские организации, включенные в этот реестр, получают право проводить аудит эмитентов, банков и общественно значимых компаний финансового сектора.

– Какие трансформации в конкурентном ландшафте наблюдает «Юникон» в своих сегментах рынка? Как изменилась сила бренда компаний экс-«четверки» с потерей международной франшизы? Как это влияет на отношения лидеров аудита с представителями крупного бизнеса, которые ранее широко сотрудничали с «четверкой»?

– Что касается силы бренда компаний экс-«четверки», то, конечно, она изменилась существенно. Они были вынуждены полностью отказаться от связи с международными брендами «большой четверки» и не только в своих названиях, но и во внутренних процессах. Для улучшения узнаваемости новых названий и наработки связанной с ними репутации предстоит пройти большой путь. Хотя многие представители крупного бизнеса продолжают по инерции сотрудничать с переименованными компаниями экс-«четверки», у них сейчас расширился выбор. В текущих условиях другие компании могут предложить не менее качественные аудиторские услуги.

В отличие от экс-«четверки» нам не пришлось в 2022 году менять свое название – «Юникон». Это наше историческое название с 1989 года. Под этим брендом мы прошли более чем 30-летний путь и стали крупнейшей российской аудиторско-консалтинговой группой, которая обслуживает все сегменты отечественного крупного и среднего бизнеса.

– Как трансформировался рынок консалтинга, включая сегмент внедрения ERP? Насколько рынок оказался готов к уходу зарубежных вендоров? Каким теперь стал набор ваших предложений для заказчиков? Как изменился клиентский ландшафт? Отмечаете ли вы ощутимые перемены в секторальной принадлежности клиентов и их запросах, в первую очередь на подготовку заключений в рамках отчетности по стандартам МСФО?

– Существенных изменений в структуре клиентов мы не отмечаем. Подготовка и аудит финансовой отчетности по МСФО остаются обязательными согласно требованиям Федерального закона № 208-ФЗ «О консолидированной финансовой отчетности».

Российские компании активно устанавливают и развивают торговые отношения с китайскими коллегами и шире – со странами Азиатско-Тихоокеанского региона, а также Латинской Америки. МСФО – универсальный стандарт финансовой отчетности, поэтому подобная отчетность необходима для взаимодействия с любыми иностранными контрагентами, не только из Европы и США. Например, китайские банки для установления корреспондентских отношений с российскими кредитными организациями требуют проаудированную финансовую отчетность по МСФО. Также развивается российский фондовый рынок как способ привлечения финансирования для структурной трансформации экономики, а финансовая отчетность по МСФО остается необходимой для эмитентов по требованиям Московской биржи и Банка России.

Можно сказать, что рынок в целом, банки, инвесторы и акционеры привыкли к прозрачному и понятному раскрытию информации в финансовой отчетности по МСФО и не заинтересованы в отказе от этого инструмента.

Среди наших клиентов пользуются спросом как сам аудит финансовой отчетности по МСФО, так и глубокое профессиональное консультирование в отношении:

- требований МСФО к раскрытию и представлению информации в отчетности;
- моделей расчета справедливой стоимости по МСФО (IFRS) 13 «Оценка справедливой стоимости»;
- резервов под ожидаемые кредитные убытки МСФО (IFRS) 9 «Финансовые инструменты»;
- моделей расчета по МСФО (IFRS) 2 «Выплаты, основанные на акциях»;
- перехода на новые стандарты МСФО, например, на вступивший в силу с 2023 года МСФО (IFRS) 17 «Договоры страхования».

Популярны и прочие темы, связанные с нюансами и сложностями применения МСФО.

– Каковы особенности аудиторской работы с компаниями-эмитентами? Как изменяется аудиторское задание, если компания только готовится к дебютному размещению?

– Особенность аудиторской профессии – обязанность действовать в общественных интересах. Это особенно актуально при работе с эмитентами, которые являются общественно значимыми, или публичными организациями. В их коммерческой деятельности так или иначе участвует неограниченное количество лиц – инвесторов, покупающих их цен-

ные бумаги через биржу. Это налагает дополнительную ответственность на аудиторов.

Международные стандарты аудита и контроля качества, правила независимости и кодекс профессиональной этики аудиторов требуют, чтобы при аудите публичных компаний обязательно применялись дополнительные процедуры, обеспечивающие контроль. Среди них:

- назначение для каждой аудиторской проверки компании-эмитента дополнительного независимого компетентного лица из руководства аудиторской организации, ответственного за контроль качества аудита;
- более строгие процедуры принятия задания и любых дополнительных неаудиторских услуг, исключающие конфликты интересов;
- обеспечение достаточного количества аудиторов, имеющих единые квалификационные аттестаты и другие меры.

Полный набор мер обязателен для аудита компаний, которые уже являются эмитентами. Если же компания только готовится к дебютному размещению, мы стараемся вводить дополнительные меры постепенно и в зависимости от обстоятельств. Например, мы всегда сразу назначаем в команду наиболее опытных и квалифицированных аудиторов, заранее учитываем возможный будущий публичный статус компании и обсуждаем с ее руководством план по выходу на публичный рынок, связанные с этим усиление ограничений и увеличение объема аудиторских процедур.

– Как изменилось взаимодействие с клиентом за последний год с учетом трансформаций рынка? Сделался ли заказчик требовательнее или же рынок стал более благоприятным для аудиторов? Сколько лет в среднем «Юникон» сотрудничает с клиентами в рамках оказания аудиторских услуг?

– Мы работаем в основном с крупными и средними заказчиками, для которых аудит является обязательным. По нашим ощущениям, среди таких организаций спрос на аудит в целом не изменился, а на услуги конкретно «Юникона» – даже вырос. «Юникон» в текущих условиях обладает довольно уникальными особенностями: у нас не было резкого и внезапного прекращения взаимодействия с международной командой весной прошлого года, полностью сохранилась и за 2023-й даже укрепились команда, мы оказываем по-настоящему независимые профессиональные аудиторские и консультационные услуги высшего качества.

Большинство компаний, которые заказывают у нас услуги аудита, смогли адаптироваться к ситуации и перестроиться. Многие возобновили проекты, отложенные в 2022 году, например, по выходу на российский фондовый рынок с размещением облигаций или акций. Поэтому существенных изменений во взаимодействии с клиентами мы не наблюдаем. У нас достаточно много заказчиков, с которыми мы сотрудничаем многие годы. Нам удается сохранять свежесть взгляда и подхода благодаря тому, что мы, заботясь о пользе наших клиентов, постоянно адаптируем свои внутренние политики к изменениям законодательства.

Сегодня для заказчиков аудиторских и консультационных услуг на первом плане – качество, наличие профессиональных сотрудников и возможность очного взаимодействия с командой аудиторов и консультантов. «Юникон» может все это обеспечить. Немаловажна и цена услуг, которая, конечно, корректируется с учетом инфляции, но не зависит

от колебаний иностранных валют, что позволяет нам находить для клиентов оптимальные решения.

– Как вы считаете, учитывая растущую долю розничных инвесторов на облигационном рынке, как поменяется важность качественного аудита в системе ценностей бизнеса и инвесторов?

– Действительно, по данным Московской биржи, доля физических лиц на облигационном рынке продолжает расти и достигла 19%. Розничные инвесторы могут меньше разбираться в качестве аудита, поэтому их требования могут отличаться от тех, что предъявляют институциональные инвесторы. Однако и у них финансовая грамотность в этой части повышается. Мы считаем, что рост числа инвесторов – физических лиц должен способствовать тому, чтобы качественный аудит занял важное место в системе ценностей организаторов выпусков и самих компаний-эмитентов. Это будет способствовать снижению рисков и повышению долгосрочной устойчивости эмитентов.



Дарья Силантьева,
финансовый директор,
Дарс-Девелопмент

– Девелопмент уже достаточно давно является локомотивом экономики, ЦБ регулярно отмечает риски, связанные с перегревом рынка, однако спрос все еще очень большой. Расскажите, пожалуйста, как компания строит стратегию в таких условиях?

– В построении стратегии мы исходим как из пессимистичных, так и оптимистичных предпосылок – учитываем все факторы, которые влияют на рынок. Финмодели наших проектов основаны на пессимистичных предпосылках, и при проектном финансировании в крупнейших банках проходят стресс-тест.

Мы реализуем проекты в нескольких регионах с хорошим накопленным спросом, низкой конкуренцией и долгосрочными программами господдержки. Сейчас мы застраиваем площадки в пяти регионах России: в Ульяновске, Волгограде, Уфе, Москве и Хабаровске. В планах экспансия еще в трех – пяти регионах.

В основном мы реализуем крупные проекты (площадью около 200 га) в концепции «Город в городе», обеспеченные современной инфраструктурой, социальными объектами, благоустроенные. По нашему опыту такие проекты менее всего подвержены колебаниям рынка. Кроме этого, наши клиенты, которые уже живут в комфортной среде, рассматривают повторную покупку с целью инвестиций, под увеличение квартир или под переезд родственников именно в наши дома.

Мы управляем маржинальностью проектов: на старте тщательно просчитываем финмодели с учетом цены входа и соцнагрузки, оптимизируем проектные решения, централизованно закупаем материалы, что позволяет получить максимально выгодные условия у поставщиков, используем динамическое ценообразование.

В зависимости от ситуации на рынке мы можем быстро наращивать или сокращать объемы и предлагать нашим клиентам наиболее востребованный продукт – от эконома до комфорта, от студий до многокомнатных квартир.

Поскольку самостоятельно реализуем полный цикл строительства, начиная с разработки концепции и проектирования.

Для поддержания спроса мы работаем с программами приобретения жилья, такими как рассрочка, лизинг, траншевая ипотека, комплексный продукт.

– Как трансформировалась структура спроса покупателей недвижимости в последнее время и какие компания стала предлагать продукты в ответ на изменения предпочтений?

- В последние два года люди стали интересоваться квартирами меньшей площади – мы оперативно скорректировали предложение и увеличили долю студий в части проектов.

Сейчас хороший спрос и на 2-, 3-, 4-комнатные квартиры – в основном это связано с семейной ипотекой, количество выдач которой в последнее время увеличивается, также люди все больше стали использовать в качестве первоначального взноса материнский капитал, сейчас доля семейной ипотеки в наших проектах доходит до 40–45%. Кроме этого, в наших проектах, которые живут более пяти лет, у клиентов появился запрос на многокомнатные квартиры за счет внутренней миграции. Мы скорректировали проектные решения с учетом этой тенденции.

В последнее время растет спрос на квартиры с ремонтом, мы давно работаем с этой опцией, сейчас доля проданных квартир с ремонтом доходит до 60%. В части проектов уже предлагаем квартиры с мебелью, в ближайшее время планируем запустить это предложение во всех проектах.

- Девелоперы – крупный и растущий сегмент на облигационном рынке, который любят инвесторы. Каким вы видите инвестиционный потенциал рынка и облигаций девелоперов?

- Девелопмент демонстрирует хороший темп роста, несмотря на турбулентность последнего времени. По отчетам всех публичных девелоперов мы видим рост объемов ввода, стоимости метра и маржинальности. В такой ситуации девелоперы конкурируют за капитал для развития. Облигационный заем – это перспективный инструмент для привлечения капитала, он дает хорошую доходность инвесторам и возможность развиваться девелоперам.

- Компания разместила в 2023 году дебютный выпуск облигаций. Как вы оцениваете результаты размещения? Планируете ли дальнейшие размещения?

- В сентябре мы разместили дебютный выпуск облигаций объемом 1 млрд рублей по ставке купона 15%. Инвесторы очень быстро раскупили облигации – мы считаем выпуск успешным.

Наша программа облигаций зарегистрирована на 20 млрд рублей, дальнейшие размещения планируем по мере выхода на новые сделки по покупке земельных участков.

- Расскажите, пожалуйста, как подготовка к размещению облигаций повлияла на структурирование бизнеса и развитие механизмов корпоративного управления?

- В период подготовки к размещению мы упорядочили структуру – собрали всех наших застройщиков в одну группу с материнской компанией «Дарс-Девелопмент». Формализовали процессы корпоративного управления, выделили службу внутреннего аудита и риск-менеджмента.

- Сколько времени в вашем случае прошло между первой идеей о долговом рынке и завершением размещения?

- Впервые мы сформулировали в нашей стратегии цель – привлечение капитала на публичном рынке в конце 2021 года. В первую очередь решили выйти на долговой рынок

с размещением облигационного займа. Дебютный выпуск состоялся в начале сентября 2023 года.

– Какие вопросы о компании инвесторов интересовали больше всего? Как компания планирует дальше строить свою IR-стратегию?

– Инвесторов интересовали в первую очередь наши аудированная отчетность по МСФО, стратегия, динамика операционных и финансовых показателей.

В рамках IR-стратегии планируем участие в конференциях, проведение вебинаров, размещение презентаций с аналитикой итогов деятельности, публикацию ревью отчетности МСФО раз в полгода.

– Какие советы в отношении работы с рынком вы можете дать для компаний, которые сейчас только задумываются о выходе на долговой рынок?

– Выход на долговой рынок – это серьезная и интересная задача, которая накладывает на компанию дополнительные обязательства в части раскрытия информации.

Для успешного размещения необходимы желание и воля руководства, слаженная командная работа всех подразделений, готовность к повышению прозрачности стратегии и процессов компании.

Рейтинги, которым доверяют

Крупнейшее российское рейтинговое агентство

Кредитное рейтинговое агентство «Эксперт РА» основано в 1997 году и на сегодняшний день является старейшим и крупнейшим в России.

Включено в реестр кредитных рейтинговых агентств Банка России

Рейтинги агентства используют Банк России, Министерство финансов, Министерство экономического развития, Московская биржа, а также сотни компаний и органов власти при проведении конкурсов и тендеров.

Лидер российского рынка рейтинговых услуг

Агентством поддерживается более 800 кредитных рейтингов. Мы прочно занимаем лидирующие позиции по рейтингам кредитных организаций, страховых компаний, компаний финансового и нефинансового секторов.

Наши контакты

Получение рейтингов

Роман Ерофеев,
**коммерческий директор –
член правления
АО «Эксперт РА»**
erofeev@raexpert.ru

Стратегическое сотрудничество

Павел Митрофанов,
**генеральный
директор компании
«Эксперт Бизнес-Решения»**
pmitrofanov@expert-business.ru

Информационное сотрудничество

Сергей Михеев,
**руководитель отдела
по связям с общественностью
АО «Эксперт РА»**
mikheev@raexpert.ru

Коммерческие вопросы

Мариам Яндиева,
**директор
клиентской службы компании
«Эксперт Бизнес-Решения»**
yandieva@expert-business.ru



Следите за нашими
новостями в Telegram
@expert_ra

Участие в конференциях

Юлия Барыбина,
**директор направления конференций
и спецпроектов компании
«Эксперт Бизнес-Решения»**
barybina@expert-business.ru

АО «Эксперт РА»
Москва, ул. Николаямская,
д. 13, стр. 2

+7 (495) 225 3444
www.raexpert.ru

«Эксперт Бизнес-Решения»
Москва, ул. Николаямская,
д. 13, стр. 2

+7 (495) 225 3416
www.expert-business.ru

© 2023 АО «Эксперт РА». Все материалы и публикации Агентства, размещенные на сайте Агентства либо в любом другом источнике размещения и вне зависимости от формата публикации информации, являются интеллектуальной собственностью АО «Эксперт РА» (кроме случаев, когда прямо указано другое авторство) и охраняются законом.

Представленная информация предназначена для использования исключительно в ознакомительных целях.

Никакие из материалов, размещенные на сайте Агентства либо в любом другом источнике размещения и вне зависимости от формата публикации информации, не должны копироваться, воспроизводиться, переиздаваться, использоваться, размещаться, передаваться или распространяться любым способом и в любой форме без предварительного письменного согласия со стороны Агентства и ссылки на источник. Использование информации в нарушение указанных требований запрещено.

Агентство не несет ответственности за перепечатку материалов Агентства третьими лицами, в том числе за искажения, несоответствия и интерпретации таких материалов.

Рейтинговые оценки, обзоры, исследования и иные публикации, размещенные на сайте Агентства либо в любом другом источнике размещения и вне зависимости от формата публикации информации, выражают мнение АО «Эксперт РА» и не являются установлением фактов или рекомендаций по покупке, держанию или продаже те или иные ценные бумаги или активы, принимать инвестиционные решения. Агентство не принимает на себя никакой ответственности в связи с любыми последствиями, интерпретациями, выводами, рекомендациями и иными действиями, прямо или косвенно связанными с рейтинговой оценкой, совершенными Агентством рейтинговыми действиями, а также выводами и заключениями, содержащимися в рейтинговом отчете и пресс-релизах, исследованиях, обзорах и иных публикациях, выпущенных Агентством, или отсутствием всего перечисленного.

Агентство не несет ответственности и не имеет прямых или косвенных обязательств в связи с любыми возможными или возникшими потерями или убытками любого характера, связанными с содержанием сайта и с использованием материалов и информации, размещенных в любом другом источнике размещения и вне зависимости от формата публикации информации, в том числе прямо или косвенно связанных с рейтинговой оценкой, независимо от того, что именно привело к потерям или убыткам.

Никакие материалы, отчеты, исследования, информация или разъяснения, размещенные на сайте Агентства либо в любом другом источнике размещения и вне зависимости от формата публикации информации, не могут в каком бы то ни было отношении служить заменой иных проверок и процедур, которые должны быть выполнены при принятии решений, равно как и заменять суждения, которые должны быть выработаны относительно вопросов, представляющих интерес для пользователей. Никто не должен действовать на основании таких материалов, отчетов, исследований, информации или разъяснений, которые могут предоставляться Агентством в связи с ознакомлением с указанными материалами, отчетами, исследованиями, информацией, разъяснениями в каких бы то ни было целях.

На сайте Агентства могут быть предоставлены ссылки на сайты третьих лиц. Они предоставляются исключительно для удобства посетителей сайта. В случае перехода по этим ссылкам, Вы покидаете сайт Агентства. АО «Эксперт РА» не просматривает сайты третьих лиц, не несет ответственности за эти сайты и любую информацию, представленную на этих сайтах, не контролирует и не отвечает за материалы и информацию, содержащихся на сайтах третьих лиц, в том числе не отвечает за их достоверность.

Единственным источником, отражающим реальное состояние рейтинговой оценки, является официальный сайт АО «Эксперт РА» www.raexpert.ru.

АО «Эксперт РА» оставляет за собой право вносить изменения в информационные материалы сайта в любой момент и без уведомления третьих лиц. При этом Агентство не несет никаких обязательств по обновлению сайта и материалов, представленных на сайте.