

Мы почти потеряли его

Правительство пытается возродить рынок акций: заманить на него местного инвестора и подать частным эмитентам пример размещениями госкомпаний

03.06.2013 , Эксперт

«Падающий самолет», «обмелевшая река», «атлет с недоразвитыми ногами» — такие эпитеты звучали в адрес отечественного фондового рынка на недавней конференции Национальных участников фондового рынка (НАУФОР) «Российский фондовый рынок — 2013».

Статистика действительно не оставляет поводов для оптимизма: в 2011—2012 годах практически все ключевые показатели рынка акций падали, сорвавшись с наметившейся после 2008 года траектории роста. При этом сохраняется активность на рынке репо (сейчас он занимает порядка 70% в общем обороте торговли ценными бумагами) и на валютном рынке. Это значит, что отечественные биржевые площадки все больше используются компаниями для целей рефинансирования и управления ликвидностью и все меньше — для привлечения акционерного капитала.

Эти проблемы в последнее время занимают не только отечественных финансистов, но и чиновников. Российская экономика замедляется, и разогнать ее, опираясь лишь на банковский ресурс, вряд ли получится. Выступая на конференции НАУФОР, заместитель министра финансов Алексей Моисеев заявил, что без развитого финансового рынка экономика так и не получит необходимых ей масштабных инвестиций. И уже в нынешнем году власти обещают принять ряд законодательных новаций, которые призваны перезапустить фондовый рынок. Правда, есть риск, что новации эти опоздали.

Пустеющий рынок

Рынок акций занимает в экономике страны все меньше места. Его капитализация в 2012 году почти не изменилась (817 млрд долларов против 798 млрд в 2011 году), но доля в ВВП страны упала до 41% ВВП, хотя двумя годами ранее составляла 65% (см. график 1). Аналогичная ситуация и с ликвидностью: в 2012 году совокупный оборот по акциям отечественных эмитентов снизился на 41%, до 11,6 трлн рублей, и составил 18,5% ВВП (см. график 2).

На рынке акций оперирует все меньше инвесторов. Несмотря на то что число клиентов Московской биржи в целом растет и в первом квартале 2013 года составило 835 тыс. человек, из них реально совершают сделки только 68 тысяч. При этом количество активных участников снижается уже три года (см. график 3).

Справедливости ради отметим, что облигационный рынок, в отличие от рынка акций, развивается достаточно активно. Объем торгов корпоративными бондами в 2012 году вырос на 15% и составил 6,7 трлн рублей (см. график 4). А на рынке ОФЗ настоящий бум: обороты по госбумагам увеличились в два с половиной раза — до 4,4 трлн рублей. «Это говорит о том, что наступило время процентных продуктов и в меньшей степени акций, — считает Александр Афанасьев, председатель правления Московской биржи. — Очень часто мы пессимистично говорим о фондовом рынке, подразумевая рынок акций, который сейчас во всем мире переживает не лучшие времена».

Российская ситуация и правда не уникальна, однако это вовсе не значит, что с ней нужно смириться. Достаточно посмотреть на структурные дисбалансы нашего фондового рынка, демонстрирующие удивительное постоянство. На десять наиболее ликвидных эмитентов, семь из которых — компании нефтегазового сектора, приходится 61% объема и 83,4% торгов. При этом сделки с бумагами Сбербанка и «Газпрома» составляют половину биржевого оборота. С таким узким и неразвитым рынком нет смысла ждать лучших времен для вложения в акции — биржевая динамика всегда будет определяться исключительно сырьевыми котировками.

Инфраструктура не спасет

Успех российского облигационного рынка в 2012 году связан не только с общемировыми тенденциями, но еще и с существенными инфраструктурными переменами. В прошлом году правительство приняло решение о допуске к операциям с госбумагами международных депозитарно-клиринговых систем Euroclear и Clearstream. В результате почти всю прошлогоднюю эмиссию ОФЗ раскупили нерезиденты — это и стало причиной резкого роста объемов и оборотов на рынке бондов. Выросла и доля нерезидентов в бумагах Минфина: с 6,5% в начале 2011 года до нынешних 20%.

Казалось бы, этот успех подтверждает тезис о том, что более тесная инфраструктурная интеграция с западными финансовыми рынками может привлечь на наш небольшой рынок деньги западных инвесторов. Достичь этого также пытаются на Московской

бирже, продолжая курс на инфраструктурную модернизацию. «В этом году полноценно заработал центральный депозитарий, 25 марта мы запустили торги с расчетом T+2 по 15 акциям и ОФЗ, — рассказывает Павел Попов, начальник управления продаж на рынках акционерного капитала Московской биржи. — Самые привередливые американские инвесторы, которые не признавали нашу инфраструктуру достаточной для того, чтобы инвестировать в локальные бумаги, признали нас допустимой площадкой».

В следующем году Evroclear и Clearstream получат доступ еще и к российским акциям. Изначально планировалось, что это произойдет в июне 2014 года, но Минфин настоял на сокращении сроков до 1 января. Однако произойдет ли после этого рост оборотов на рынке акций, как это было с ОФЗ, — большой вопрос. Как показал нынешний год, интерес иностранцев к российским бумагам крайне переменчив. В начале апреля рубль продемонстрировал внушительное снижение, появилась уверенность в том, что властям так и не удастся удержать инфляцию в пределах 5—6%, — и вот уже Минфину приходится предлагать инвесторам премию, чтобы выполнять программу заимствований. К тому же в последние годы растет отток средств из международных фондов, ориентированных на инвестиции в российские бумаги. Но интерес иностранцев на самом деле вопрос второй. Мало кто захочет вкладываться в страну, акции которой не интересны даже ее резидентам. В правительстве это понимают, и большая часть законодательных новелл направлена на формирование в России внутреннего инвестора.

Битва за частного

Перспективы роста числа частных инвесторов на нашем рынке огромны. «Частные инвесторы уже сейчас играют значимую роль на рынке акций, поскольку многие из них торгуют очень активно, — рассказывает генеральный директор ИК «Атон» Андрей Звездочкин. — Уровень проникновения инвестиционных услуг в России, к сожалению, пока крайне низок. В связи с этим даже незначительные изменения в поведении российских граждан с точки зрения размещения свободных средств могут оказать положительное влияние на фондовый рынок».

В начале апреля Минфин внес в правительство законопроект, согласно которому с 1 января 2014 года частные инвесторы смогут открывать у брокеров так называемые индивидуальные инвестиционные счета. Ежегодный объем взносов на них будет ограничен 400 тыс. рублей, период действия — пятью годами. По истечении этого срока от НДФЛ будет освобожден либо доход от инвестирования, либо внесенные на счет суммы. Тем, кто не захочет заводить индивидуальный счет, предлагается обнулить ставку налога на доход от продажи ценных бумаг или паев, которыми инвестор владел более трех лет.

Правда, предложения Минфина могут дать лишь минимальный положительный эффект. Во-первых, получить приемлемую доходность на фондовом рынке сегодня почти невозможно, так что частных инвесторов могут не заинтересовать налоговые льготы по довольно умеренному доходу. Во-вторых, россияне, кажется, уже определились в своих инвестиционных предпочтениях: 14,7 трлн рублей денег населения покоится на банковских депозитах. В ценные бумаги вложено на порядок меньше — 1,4 триллиона. Андрей Звездочкин напоминает, что последние три года российский рынок акций находится в стагнации, а вот ставки по банковским депозитам — на аномально высоком уровне. К этому нужно добавить, что значительная доля вкладов в банках — до 700 тыс рублей — гарантирована государством. И хотя депозитные ставки в последнее время немного снизились, что делать с явным перекосом в сторону депозитов — пока непонятно.

Достанутся ли акциям пенсии?

Еще большие надежды возлагаются на коллективных инвесторов, в частности на негосударственные пенсионные фонды (НПФ). На сегодня объем пенсионных накоплений и резервов, аккумулированных в НПФ, составляет порядка 1,3 трлн рублей. Эти средства, уже сейчас превышающие объем торгов на отечественных биржах, — те самые длинные деньги, в которых нуждаются российская экономика и фондовый рынок. Законодательство позволяет НПФ вкладывать в акции до 65% своих активов. Однако в реальности долевые бумаги российских компаний не превышают в портфелях НПФ 1—2%. Во многом это связано с тем, что по итогам года пенсионным фондам запрещено показывать убытки, что, вообще-то, противоречит самой логике накопительной пенсионной системы. «Для чего создавались наши пенсионные фонды — чтобы были длинные деньги, которые предприятия могли бы использовать для развития. При этом пенсионные накопления лежат в фондах, которым вкладываться в акции особо нельзя, — размышляет Юрий Минцев, управляющий директор российского брокерского бизнеса ФК «Открытие». — Но каково пенсионное поведение человека, которому до пенсии еще, условно, двадцать лет? Зачем ему покупать облигации? На длительном промежутке времени акции всегда опережают в росте облигации».

Принципиальное решение об отмене требования обязательной безубыточности уже принято, только вот когда именно это произойдет, неизвестно. Для начала необходимо создать гарантийный фонд — аналог Агентства по страхованию вкладов на пенсионном рынке. А соответствующий законопроект правительство еще не разработало.

Впрочем, участники рынка к перспективе вхождения пенсионных денег в российские акции относятся скептически. Во-первых,

НПФ уже успели привыкнуть к минимальному риску, во-вторых, государство со своей полезной инициативой, кажется, опоздало. «Не хочется получать действия, которые были актуальны несколько лет назад, а сейчас актуальность потеряли», — рассуждает Роман Горюнов, президент НП РТС. — Привлечение пенсионных фондов при той ликвидности, которая есть на рынке, может ликвидность убить в принципе. И мы получим условный ВЭБ — все помнят, как он поддерживал рынок в 2008 году. За полчаса до закрытия торгов выходил бид (заявка на покупку. — «Эксперт»), который выносил рынок на 10 процентов, и все «обтекали». И так происходило каждый день».

С Романом Горюновым согласна Ирина Лисицына, президент НПФ электроэнергетики: «Емкость фондового рынка недостаточна для вливания пенсионных денег. Если они туда хлынут, рост неизбежен, но вот насколько он будет долгосрочным? Это будет просто взрыв ликвидности, гонка за эмитентами, что очень рискованно. Мы будем двигать рынок любым вливанием или уходом». По мнению Ирины Лисицыной, чтобы заинтересовать НПФ, рынок должен поменяться, «Газпрома» и Сбербанка пенсионным деньгам явно недостаточно.

Нужны истории

Таким образом, без появления на фондовом рынке новых эмитентов все меры по воспитанию внутреннего инвестора дадут нулевой результат. Рынок акций уже давно не способен выполнять свою первичную функцию — быть источником финансирования реального сектора экономики. Все больший объем средств наши компании привлекают на зарубежных площадках. И хотя это было тенденцией всех последних лет, такого разрыва между размещениями на западных площадках и в России не наблюдалось никогда. В прошлом году 91% средств отечественные эмитенты получили за рубежом — причем речь идет всего о двух размещениях: Сбербанка и «Мегафона». Всего же в 2012 году на рынок капитала вышло девять компаний (см. график 5).

«Многие компании уходят на площадки других стран, потому что здесь не с кем разговаривать о покупке бумаг на IPO или SPO, — говорит Юрий Минцев. — Есть нескольких тысяч «физиков», которые если и купят, то по чуть-чуть. А с ПФИами и пенсионными фондами разговаривать не о чем, потому что они не имеют права покупать при размещениях». Что касается инвесторов, то они бездействуют из-за отсутствия на рынке достойных бумаг. «Участникам рынка нужна ликвидность, у нас достаточную ликвидность имеют 6—10 компаний, у всех остальных акций ликвидность очень условная, — говорит Алексей Белкин, начальник инвестиционного департамента УК «Капиталь». — Классический пример: даже в привлекательном потребительском секторе есть «Магнит» и есть «Дикси». В «Дикси» нельзя построить позицию больше чем половине инвесторов, которые имеют позицию в «Магните». Пока руководство «Дикси» не примет решение о том, чтобы каким-либо образом повысить ликвидность своих бумаг, никакие законы, никакие нормативы — ничто не позволит крупным инвесторам туда войти. Когда в день торгуется по 10 тысяч бумаг — это неликвидная бумага, и на нее просто не будут обращать внимание большинство крупных инвесторов».

Так что законодательные инициативы — это далеко не все, что нужно нашему фондовому рынку. «Государство — это эмитенты, инвесторы, инвестбанки, регулятор, и все они действуют на рынке. Рынок смотрит, как себя ведут крупнейшие государственные эмитенты, и делает так же, — уверен Роман Горюнов. — Проблема российского рынка в том, что нет положительных историй, которые позволяют инвесторам заработать. Все инвесторы уже решили, что проще купить фьючерс на нефть, чем любые акции, связанные с нефтегазовым комплексом. Почему бы государству не показать пример того, как можно заработать?»

Сейчас у государства есть возможность продемонстрировать такие положительные истории: принято принципиальное решение о проведении приватизации на российских площадках. Правда, пока получается не очень убедительно. Первое состоявшееся в этом году размещение — SPO ВТБ — оставило весьма неоднозначные впечатления. Основной объем допэмиссии, 102,5 млрд рублей, достался крупным якорным инвесторам. А на действующих акционеров-миноритариев пришлось около 14% всего объема допэмиссии (14,4 млрд рублей; правда, надо учесть, что год назад основная часть инвесторов-«физиков» вышла из ВТБ, продав акции обратно по цене «народного» IPO). К тому же частные инвесторы были существенно ограничены в возможностях: теперь по закону «Об акционерных обществах» на то, чтобы реализовать свое преимущественное право выкупа акций, миноритариям госбанков дается не 45 дней, как раньше, а восемь. Многие участники рынка говорят, что в столь сжатые сроки далеко не все желающие успели вложиться в бумаги ВТБ. Все это придало допэмиссии банка характер закрытой приватной сделки.

В условиях большей открытости прошло размещение Московской биржи, завершившееся 15 февраля. Площадка сумела привлечь 500 млн долларов, разместившись по 55 рублей за акцию. При этом объем заявок оказался в два раза больше — 1 млрд долларов, и физлица тоже приняли участие. «В общей сложности в IPO участвовали более тысячи инвесторов, — рассказывает Павел Попов. — Объем розницы, который мы собрали, составил порядка 380 миллионов рублей. Важно отметить, что в первый же день объем торгов нашими бумагами составил 370 миллионов рублей. То есть весь объем, который мы