



ГАЗПРОМБАНК

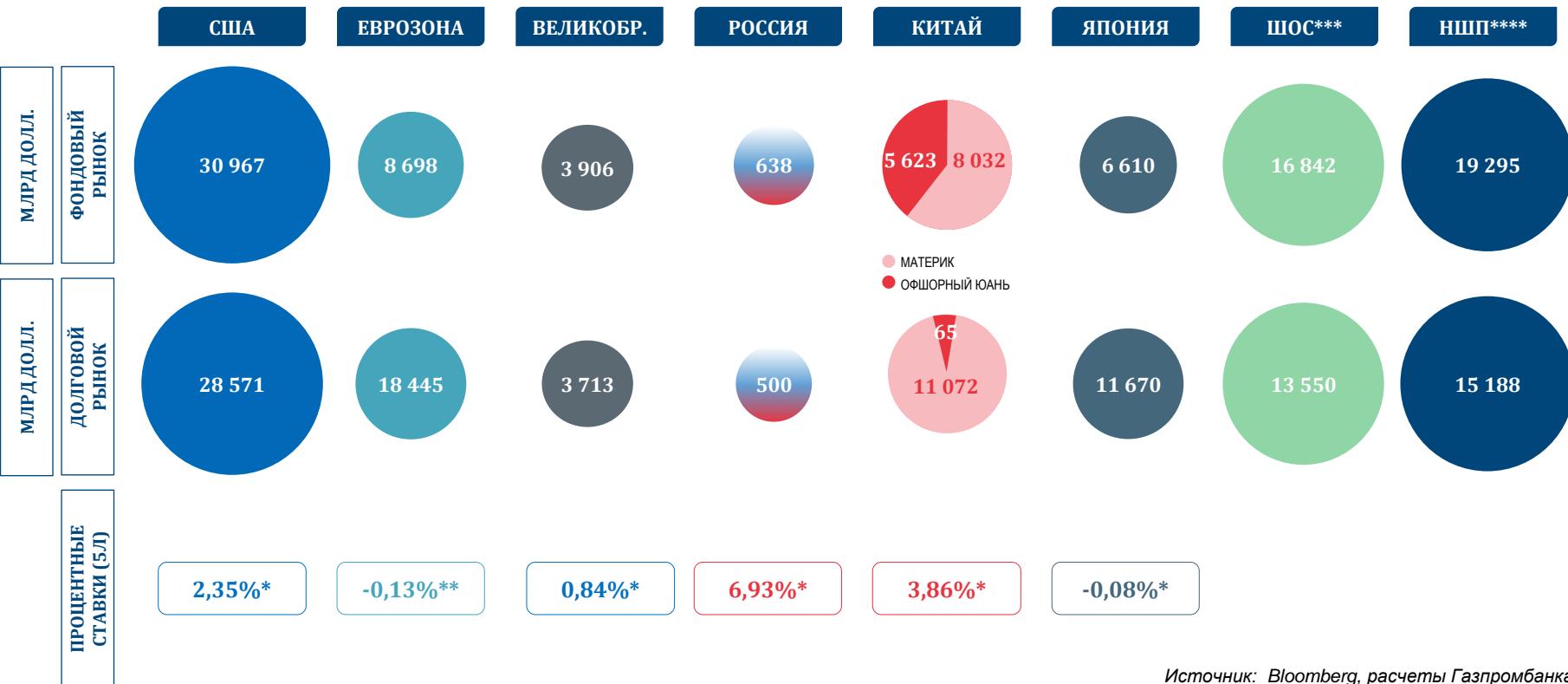
Либерализация рынка ценных бумаг

МАТЕРИАЛЫ ДЛЯ ВЫСТУПЛЕНИЯ

Январь 2018

Рынки России и Азии предлагают новые возможности на финансовых рынках

- ▶ Традиционными источниками капитала для заемщиков были западные рынки: США, ЕС.
- ▶ Россия является частью мировой финансовой системы. Несмотря на небольшой размер рынка, наличие современной инфраструктуры позволяет России конкурировать с крупнейшими финансовыми центрами.
- ▶ НШП, ШОС обладают реальным финансовым ресурсом, который должен стимулировать развитие локальных рынков капитала стран-членов. Данные рынки обладают потенциалом эффективной диверсификации риска и привлекательности для инвесторов.



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка
По состоянию на 15/01/18, объемы долговых рынков – по курсу на 12/01/18

* Доходность 5-летних облигаций в местной валюте, выпущенных государством

** Доходность 5-летних облигаций, выпущенных правительством Германии

*** Китай, Россия, Казахстан, Киргизия, Таджикистан, Узбекистан, Индия, Пакистан

**** Иран, Турция, Вьетнам, Сингапур, Таиланд, Индонезия, Ирак, Малайзия, Узбекистан, Туркменистан, Россия, Казахстан, Киргизия, Китай, Индия



МОСКОВСКАЯ БИРЖА В СРАВНЕНИИ С МИРОВЫМИ АНАЛОГАМИ*

24 место
по обороту на рынке
акций

3 место
по обороту на рынке
облигаций

3 место
по обороту на рынке
деривативов

12 место
по рыночной
капитализации

2006

Создание Национального
Клирингового Центра

2012

Создание Центрального
Депозитария

2013

ЦБ становится мегарегулятором
финансовых рынков

Ключевые этапы развития торговой инфраструктуры

2011

Слияние ММВБ и РТС и
создание Московской биржи

2013

IPO Московской Биржи

2013 – н.в.

Дальнейшее развитие торговой
инфраструктуры

ВЕРТИКАЛЬНАЯ ИНТЕГРАЦИЯ ТОРГОВОГО ПРОЦЕССА

Предторговые операции

Торговля

ЦК + Клиринг

Расчеты и
депозитарные
услуги

Источник: Московская биржа, WFE, Газпромбанк

Ключевые драйверы рынка акций в стратегии Московской биржи до 2020 года

- ▶ рост базы розничных инвесторов, в том числе за счет ИИС
- ▶ рост количества эмитентов, первичных размещений, репатриация капитала
- ▶ дальнейшее упрощение доступа на рынок для международных инвесторов

*данные по оборотам за 1П17, данные
по капитализации на 04.12.17

► Иностранные эмитенты на локальном рынке

- Инфраструктурных и юридических ограничений на локальном рынке акций практически не осталось, о чем свидетельствует недавнее включение в индекс MSCI локальных бумаг ММК и Поляс-золото (при наличии у этих эмитентов депозитарных расписок).
- Сдерживающим фактором для иностранных эмитентов является низкая ликвидность локального вторичного рынка и высокая зависимость рынка от нерезидентов (половина оборота вторичного рынка Мосбиржи за 11M17) и соответственно низкая доля уникальных локальных инвесторов.

► Локальные эмитенты на зарубежном рынке

- Стандартный зарубежный листинг менее интересен на сегодняшний день, так как по ликвидности и спредам рынок акций Мосбиржи не уступает рынку российских расписок на LSE. Зарубежный листинг может быть интересен локальным эмитентам:
 - **для доступа к пассивным деньгам (ETF)**, однако для этого необходимо включение бумаг в международные индексы, что формирует ограничения по размеру эмитента и уровню free float его акций.
 - **для доступа к уникальным инвесторам** (географическая обособленность или особая экспертиза в бизнесе эмитента, например листинг Русала в Гонконге), однако для этого необходимо соответствовать индивидуальным требованиям конкретной площадки.



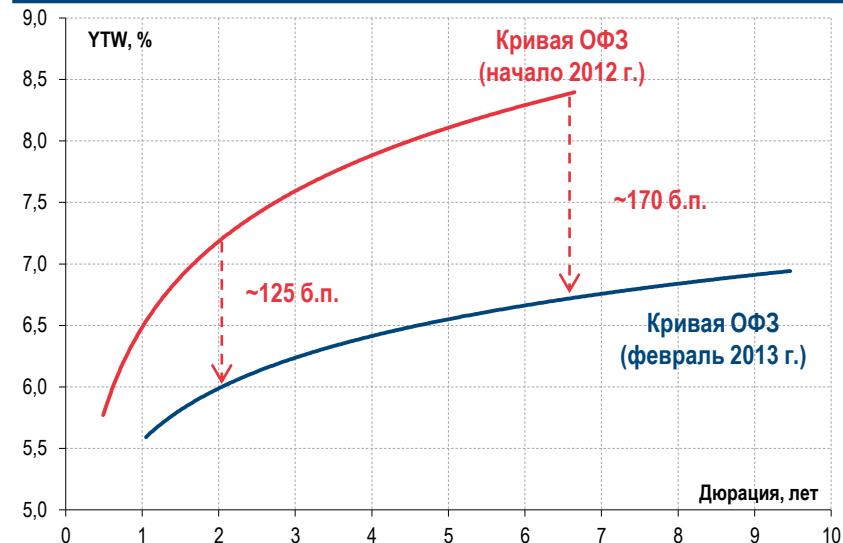
- ▶ **Либерализация рынка ОФЗ** (принятие закона о Центральном депозитарии, допуск госбумаг к внебиржевым торговам, начало расчетов через международные клиринговые системы) способствовала существенному наращиванию **иностранными инвесторами** покупок на локальном рынке.
- ▶ **Доля иностранных инвесторов** к моменту начала расчетов через Euroclear (февраль 2013 г.) выросла с 3,9% на начало 2012 г. **до 24,1%** к концу февраля 2013 г., что **способствовало снижению кривой ОФЗ на 125-170 б.п.** (ключевая ставка ЦБ РФ за этот период выросла на 25 б.п.).
- ▶ Нерезиденты остаются одними из ключевых инвесторов в ОФЗ на настоящий момент – **нетто-вложения иностранных инвесторов в ОФЗ за 10M17 выросли на 0,7 трлн руб.** до 2,2 трлн руб., их **доля на рынке достигла рекордных 33%**.
- ▶ Значительное влияние на рост вложений иностранных инвесторов в ОФЗ оказали **пассивные инвестиции**, отслеживающие индексы. Доля пассивных инвестиций в ОФЗ мы оцениваем в 50-60%. Российские ОФЗ включены в ключевые индексы – JPM GBI EM Global Diversified и Bloomberg Barclays Global Aggregate. По нашей оценке, **в долгосрочной перспективе спрос со стороны пассивных иностранных инвесторов может превысить 1,2 трлн руб.** на фоне роста доли России в индексах.

**ОЖИДАНИЕ НАЧАЛА РАСЧЕТОВ ЧЕРЕЗ EUROCLEAR
СПОСОБСТВОВАЛО РОСТУ ДОЛИ НЕРЕЗИДЕНТОВ В ОФЗ С 3,9% ДО
24,1% К КОНЦУ ФЕВРАЛЯ 2013 Г.**



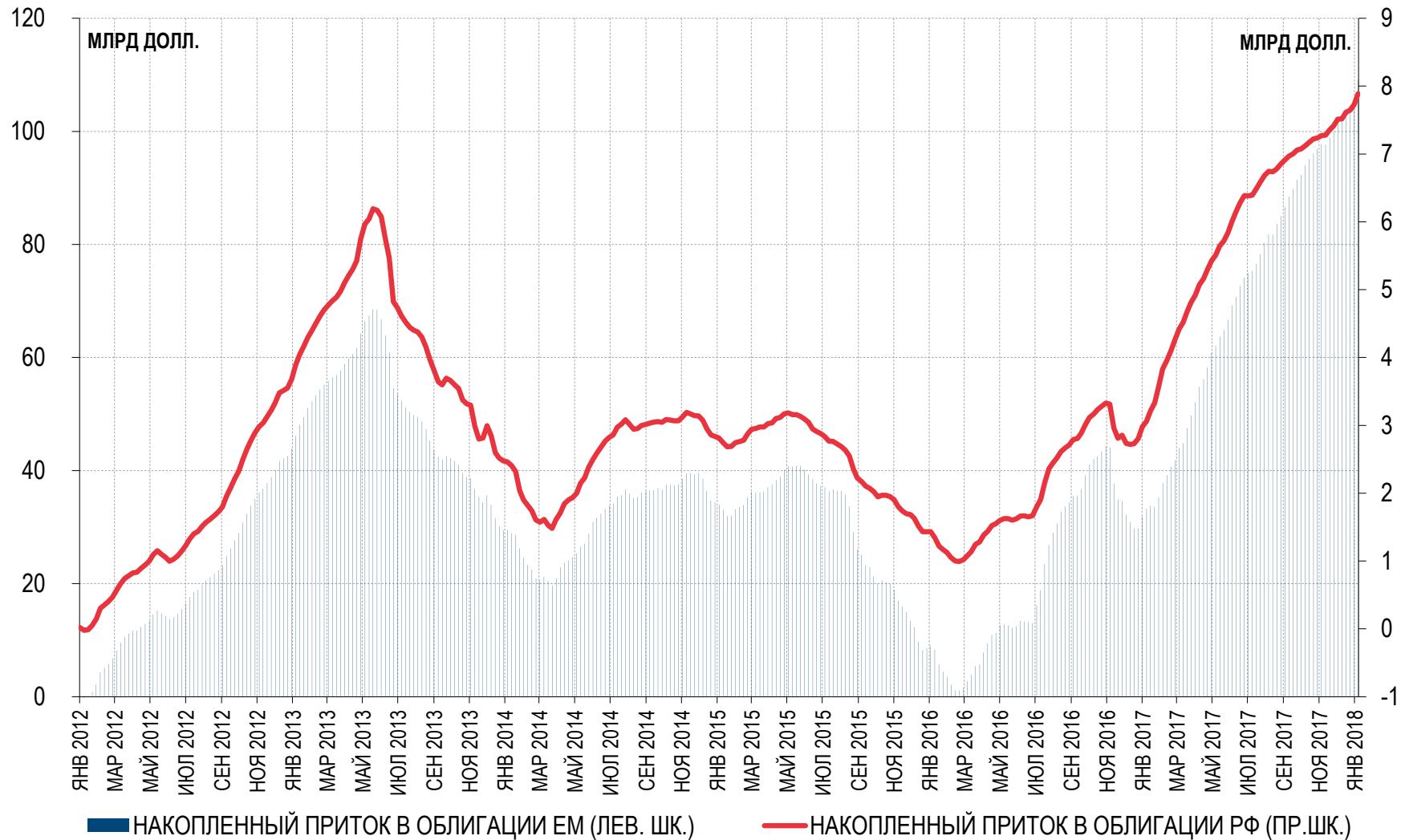
Источник: ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

**ВЫСОКИЙ СПРОС СО СТОРОНЫ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТОРОВ
СПОСОБСТВОВАЛ СУЩЕСТВЕННОМУ СНИЖЕНИЮ КРИВОЙ ОФЗ,
КОТОРАЯ ЗА ГОД ОПУСТИЛАСЬ НА 125-170 Б.П.**



Источник: Московская биржа, расчеты Газпромбанка

Динамика чистого притока в российские облигации соответствует общему тренду на рынках ЕМ



Источник: EPFR Global, расчеты Газпромбанка
 1 января 2012 г. = начало расчета накопленных притоков



Размещение облигаций иностранным эмитентом на российском рынке

РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ХАРАКТЕРИЗУЕТСЯ:

- ▶ сравнительно большой емкостью,
- ▶ высокими стандартами инфраструктуры,
- ▶ привлекательными ставками.

При этом схожая динамика валют и устоявшиеся экономические отношения с Россией предоставляют заемщикам из СНГ (и не только) широкие возможности на локальном рынке РФ.

РОССИЙСКИЙ ЭМИТЕНТ

СТРУКТУРА

- ▶ Российское SPV
(под поручительство иностранной компании)

ПРИМЕРЫ СДЕЛОК

- ▶ Казахстан Темир Жолы, июнь 2017 г.

ОГРАНИЧЕНИЯ

- ▶ Список требований соответствует стандартным требованиям при размещении классических или биржевых облигаций, однако потребуется регистрация юридического лица на территории РФ, что повлечет за собой соответствующие издержки.
- ▶ Такая структура требует наличия обеспечения в форме внешней оферты или поручительства в рамках эмиссионной документации (возможно, потребуется заключение юридического консультанта по структуре выпуска) со стороны головной компании и получения рейтинга для выпуска.

ИНОСТРАННЫЙ ЭМИТЕНТ

- ▶ Иностранный эмитент
(компания/суверен с резидентством в иностранной юрисдикции)
- ▶ Республика Беларусь, декабрь 2010 г.
- ▶ Uranium One, декабрь 2011 г. и август 2013 г.

БАЗА ИНВЕСТОРОВ

- ▶ Широкий круг инвесторов (банки, НПФ, инвестиционные и страховые компании, физические лица)

- ▶ К размещению и публичному обращению в РФ допускаются ценные бумаги следующих эмитентов:
 - организаций с местом учреждения в государствах-членах ОЭСР, членах MONEYVAL, членах или наблюдателях FATF и странах участницах Единого экономического пространства,
 - организаций, учрежденных в государствах, где соответствующим органом заключено соглашение о сотрудничестве с ЦБ РФ,
 - МФО, статус которых утвержден правительством РФ,
 - зарубежных стран, а также их Центральных банков и административно-территориальных единиц, соответствующих перечисленным выше требованиям,
 - организаций, чьи ценные бумаги имеют листинг на иностранной бирже, входящей в перечень, утвержденный ЦБ РФ.
- ▶ Есть ряд требований по формату и объему раскрытия информации и подготовке проспекта ценных бумаг на русском языке (в случае размещения). В ряде случаев потребуется определение уровня ликвидности и инвестиционного риска ценных бумаг

- ▶ Ограниченный круг инвесторов (банки, инвестиционные и страховые компании)

Для максимизации инвесторского спроса и достижения наиболее эффективных результатов размещения рекомендуется осуществлять заимствование через структуру российского SPV под поручительство операционной(-ых) компании(-ий)

ОГРАНИЧЕНИЕ: Положение 580-П, регулирующее порядок инвестирования средств пенсионных накоплений НПФ, теперь требует наличия рейтингов от аккредитованных ЦБ РФ рейтинговых агентств (Эксперт РА, АКРА). Вопрос получения иностранными эмитентами кредитных рейтингов от российских агентств пока остается открытым.



Ограничение доступа к базе инвесторов

ВНУТРЕННЕЕ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВО БОЛЬШИНСТВА СТРАН ОГРАНИЧИВАЕТ ДОСТУП ИНОСТРАННЫХ ЭМИТЕНТОВ К ЛОКАЛЬНОЙ БАЗЕ ИНВЕСТОРОВ (ПРИМЕРЫ)

США

- ▶ Закон о ценных бумагах (Securities Act of 1933) запрещает предложение и продажу на территории США ценных бумаг, не прошедших регистрацию.
- ▶ Правило 144A устанавливает исключение из Закона о ценных бумагах и дает возможность маркетировать сделку на территории США, предоставляя доступ к квалифицированным институциональным покупателям. Часто используется российскими заемщиками при размещении еврооблигаций.

Россия

- ▶ У иностранных эмитентов есть два варианта выхода на российский рынок локальных облигаций: размещение непосредственно от лица иностранного эмитента, либо размещение от лица российского SPV с поручительством иностранной компании.
- ▶ При размещении со стороны иностранного эмитента российское законодательство накладывает ограничение на тип заемщика, которому разрешается привлекать долговое финансирование. Есть также ряд требований по формату и объему раскрытия информации и подготовке проспекта ценных бумаг на русском языке (в случае размещения). В ряде случаев требуется определение уровня ликвидности и инвестиционного риска ценных бумаг.

Китай

- ▶ Иностранный заемщик может получить доступ к базе локальных инвесторов, размещая облигации на оншорном (материковом) рынке. Такие облигации называются panda bonds.
- ▶ Законодательство устанавливает ряд ограничений на размещение panda bonds. Так, в общем случае требуется предоставление отчетности в соответствии с китайскими стандартами бухучета, заверенной зарегистрированными в Китае аудиторами, а также получение рейтинга выше определенного уровня от локальных рейтинговых агентств. Эмиссия должна быть одобрена регулятором, действуют ограничения на возможность репатриации средств (определяется по индивидуальному согласованию).

ВВЕДЕНИЕ САНКЦИЙ НАКЛАДЫВАЕТ ДОПОЛНИТЕЛЬНЫЕ ОГРАНИЧЕНИЯ НА ДОСТУП К БАЗЕ ИНВЕСТОРОВ

- ▶ Начиная с 2014 г. в отношении ряда физических и юридических лиц РФ были введены «блокирующие» и «секторальные» санкции со стороны ряда стран, в частности США и ЕС.
- ▶ С точки зрения рынков капитала наибольшее воздействие имеют «секторальные» санкции, ограничивающие возможности привлечения нового долгового и акционерного финансирования для эмитентов, попавших в такой список.
- ▶ Введение «секторальных» санкций ограничивает:
 - ▶ возможность эмитентов привлекать долговое финансирование в валюте,
 - ▶ доступ иностранных инвесторов (в частности из США и ЕС) к кредитному риску таких эмитентов.
- ▶ Российский рынок еврооблигаций сократился на 20% с пикового значения 2013 г. в 214 млрд долл. до 170 млрд долл. к концу 2017 г. на фоне невозможности в полной мере заместить предложение со стороны санкционных эмитентов.
- ▶ По нашей оценке, рынок продолжит сокращаться. Так, только среди бумаг финансового сектора объем погашений в 2018-2020 гг. составит 26 млрд долл., из которых 17 млрд долл. приходятся на банки, попавшие под санкции. При этом среднегодовой объем размещений внутри сектора в 2016-2017 гг. составил всего 3 млрд долл.
- ▶ Введение санкций способствовало также снижению аллокации в рамках первичных сделок в пользу иностранных инвесторов и росту доли российских участников в аллокации (этому также способствует рост внутренней долларовой ликвидности). Так, доля российских участников в аллокации корпоративных Reg S/144A сделок в 2016-2017 гг. составила ~25%, в то время как в 2012-2013 гг. она была в районе ~10%. Доля американских инвесторов, наоборот, снизилась с 37% до 19%.