

**Павел Соловьев**

исполнительный директор по внебиржевому рынку НП РТС, доцент кафедры «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг» Финансового университета при Правительстве РФ, канд. экон. наук

## ВНЕБИРЖЕВОЙ РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ В РОССИИ: ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ

ВНЕБИРЖЕВОЙ СЕГМЕНТ — НЕОТЪЕМЛЕМАЯ ЧАСТЬ ЛЮБОГО ФИНАНСОВОГО РЫНКА. В ТО ЖЕ ВРЕМЯ ПОВСЕМЕСТНОЕ ВНЕДРЕНИЕ ЭЛЕКТРОННЫХ ТЕХНОЛОГИЙ В ОРГАНИЗАЦИЮ БИРЖЕВОЙ ТОРГОВЛИ, СОЗДАНИЕ НОВЫХ АЛГОРИТМОВ И МЕХАНИЗМОВ ТОРГОВЫХ ОПЕРАЦИЙ НА СУЩЕСТВУЮЩИХ И ВНОВЬ СОЗДАВАЕМЫХ БИРЖАХ, ВЫСТРАИВАНИЕ ТЕХНОЛОГИЧЕСКИХ МОСТОВ С ВНЕБИРЖЕВЫМИ РЫНКАМИ И ПРОЦЕССЫ ИНТЕГРАЦИИ БИРЖ И ВНЕБИРЖЕВЫХ ПЛОЩАДОК, УПРОЩАЮЩИЕ И РАСШИРЯЮЩИЕ ДОСТУП УЧАСТНИКОВ РЫНКА К РАЗЛИЧНЫМ КЛАССАМ ИНСТРУМЕНТОВ, СТАНОВЯТСЯ ТЕМАМИ ДЛЯ ОБСУЖДЕНИЯ ПЕРСПЕКТИВ СУЩЕСТВОВАНИЯ ВНЕБИРЖЕВОГО РЫНКА. ДАННЫЙ ВОПРОС ПРИМЕНИТЕЛЬНО К РЫНКУ ЦЕННЫХ БУМАГ В РОССИИ ИМЕЕТ ОСОБОЕ ЗНАЧЕНИЕ НА ФОНЕ ПРОШЕДШЕЙ ИНТЕГРАЦИИ И ЦЕНТРАЛИЗАЦИИ ФИНАНСОВОЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ.

### РОССИЙСКИЙ РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ<sup>1</sup>

Анализ рынка ценных бумаг целесообразно проводить раздельно в части рынка акций и облигаций<sup>2</sup> из-за особенностей развития отдельных его секторов.

Ввиду ряда сложившихся предпосылок биржевой рынок акций представлен крайне узким перечнем эмитентов. В середине 2015 г. количество эмитентов на организованном рынке акций составило лишь 254, снизившись на 20% по срав-

нению с концом 2011 г., когда в результате объединения ММВБ и РТС была создана единая Московская Биржа. Количество выпусков акций, обыкновенных и привилегированных, в котировальных списках за указанный период сократилось в меньшей степени — на 7,5%, составив в июне 2015 г. 110 акций.

Узость биржевого рынка акций иллюстрируется сравнением с общим числом акционерных обществ в России, которое (в части только публичных акционерных обществ, акции которых могут обращаться

на организованном рынке), несмотря на существенное сокращение за последние 5 лет, превышает число эмитентов на организованных торгах более чем в 10 раз (см. таблицу).

Биржевой рынок представляют наиболее ликвидные акции российского рынка. При этом по итогам 2014 г. объем торгов на нем показал 10,1 трлн руб. — это ниже уровня, к которому данный показатель опустился после рекордного 2011 г., когда совокупный объем торгов двух бирж составил 19,6 трлн руб.

<sup>1</sup> НАУФОР. Российский фондовый рынок: 2014. События и факты. НАУФОР. Российский фондовый рынок: первое полугодие 2015. События и факты.

<sup>2</sup> Для целей настоящей статьи российский биржевой рынок иностранных ценных бумаг не рассматривался.

Период	ПАО (бывшие ОАО)	НАО (бывшие ЗАО)	АО	Количество эмитентов на рынке акций МБ
2011 г.	37 755	155 434		320
2015 г., июнь	26 870	103 248	2 835	254

В январе–октябре 2015 г. снижение продолжилось, и объем биржевого рынка акций упал до 7,8 трлн руб. (рис. 1). При этом, согласно данным обязательной регуляторной отчетности, предоставляемой участниками в соответствии с требованиями Банка России на российские биржи<sup>3</sup>, общий объем внебиржевых сделок с акциями, допущенными к организованным торгам, за тот же период составил 1,9 трлн руб., т. е. около 20% от совокупного внутреннего объема торгов акциями (без учета сделок РЕПО).

Достоверно оценить общий объем внебиржевых сделок с акциями третьего эшелона, не допущенными к биржевым торгам, на данный момент сложно ввиду отсутствия публичной информации и требований по обязательной отчетности. Однако с учетом существенно более низкой ликвидности и оборачиваемости долю данного рынка можно примерно оценить как не превышающую в настоящий момент времени 1%.

На рынке облигаций сложились иные тенденции<sup>4</sup>. Согласно данным Интерфакс, 43% эмитентов корпоративных облигаций являются публичными акционерными обществами, 31% – обществами с ограниченной ответственностью. При этом по состоянию на середину 2015 г. количество эмитентов, облигации которых обращаются на биржевом рынке, достигло 345, увеличившись с конца 2011 г. почти на 12%. Общее количество выпусков облигаций, допущенных к торгам на Московской Бирже, к середине 2015 г. достигло 1015, показав увеличение с конца 2011 г. на 50%. В части сегмента рынка государственных ценных бумаг на организованном рынке в настоящее время представлено 39 выпусков государственных облигаций, и этот сегмент продолжает оставаться одним из наиболее ликвидных на внутреннем рынке облигаций.

В суммарном выражении совокупный объем биржевого рынка корпоративных, субфедеральных и муниципальных облигаций вырос с 2011 г. более чем вдвое, достигнув в середине 2015 г. 7,9 трлн руб. по номинальной стоимости. Рынок государственных облигаций за тот же период увеличился на 65% – до 4,8 трлн

руб. по номинальной стоимости. Однако рост объема рынка не привел к значительному увеличению торговых оборотов на нем: с 2011 г. объем биржевых торгов на рынке корпоративных, субфедеральных и муниципальных облигаций снизился более чем на 15% – до 4,7 трлн руб., достигнув пика в 2013 г. – 6,7 трлн руб., в то время как объем биржевых торгов на рынке государственных облигаций увеличился в 2,3 раза – до 3,8 трлн руб. (при пике в 2013 г. в 6 трлн руб.).

В январе–октябре 2015 г. объем биржевого рынка облигаций суммарно составил 6,7 трлн руб. По данным обяза-

тельной регуляторной отчетности, общий объем внебиржевых сделок с облигациями, допущенными к организованным торгам, за тот же период насчитывал 1,5 трлн руб., т. е. почти 20% от совокупного внутреннего объема торгов облигациями (без учета сделок РЕПО) в 2015 г. (рис. 2, 3).

Таким образом, на настоящий момент объем торгов на биржевом рынке опережает данный показатель внебиржевого рынка в среднем не более чем в 4 раза, сохраняя долю последнего на достаточно стабильном уровне: от 4% в сегменте рынка корпоративных облигаций до 32%

Рисунок 1. ОБЪЕМ ТОРГОВ НА РЫНКЕ АКЦИЙ

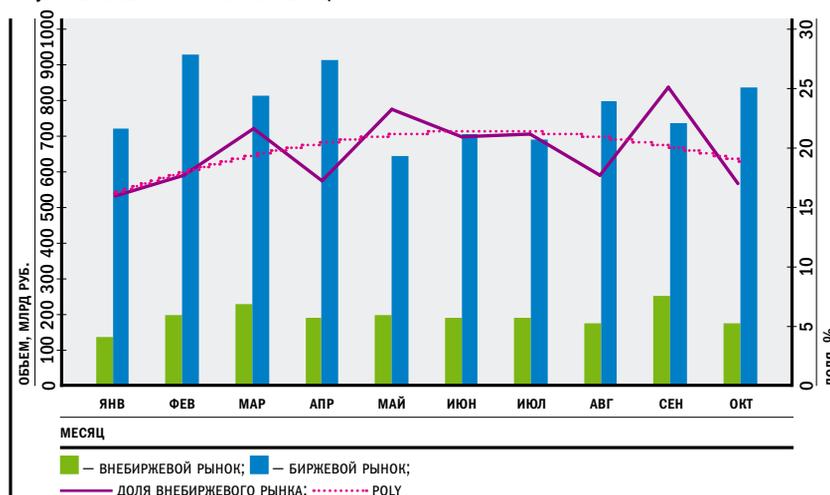
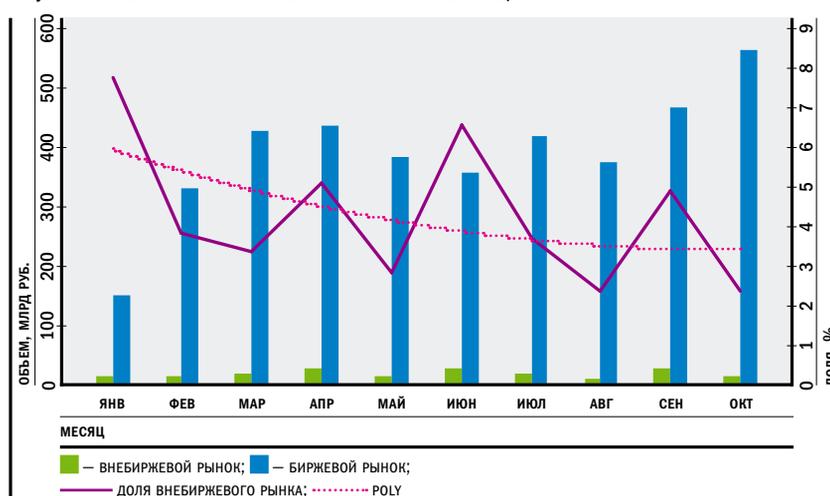


Рисунок 2. ОБЪЕМ ТОРГОВ НА РЫНКЕ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ



<sup>3</sup> www.moex.com; http://spbexchange.ru/.

<sup>4</sup> Тема рынка еврооблигаций российских эмитентов находится вне рамок настоящей статьи.

в сегменте рынка государственных облигаций. При этом необходимо отметить, что значительная доля сделок, заключаемых с акциями и облигациями, допущенными к обращению на организованном рынке, вне биржи, подтверждается путем заведения в биржевую торговую систему в режиме переговорных сделок, что осложняет оценку реальных объемов внебиржевого рынка, существенно ее занижая.

### ЖИЗНЕННЫЙ ЦИКЛ ВНЕБИРЖЕВЫХ СДЕЛОК

Понятие внебиржевого рынка ценных бумаг объединяет различные формы отношений между участниками рынка, направленных на заключение договоров купли-продажи (и некоторых иных видов договоров) акций, облигаций, иных ценных бумаг вне области организованных (биржевых) торгов.

Как было показано выше, на внебиржевом рынке заключаются следующие сделки:

- с ценными бумагами, допущенными к организованным торгам, в том числе включенными в котировальные списки;
- с ценными бумагами, не допущенными к организованным торгам, не удовлетворяющими требованиям биржевого листинга.

Внебиржевая сделка с ценными бумагами проходит четыре основные стадии жизненного цикла:

- 1) поиск интереса, осуществление переговоров, котирование или запрос котировки, заключение сделки. Данная стадия осуществляется посредством следующих систем:
  - междилерские отношения (как правило, телефон, e-mail, чат);
  - голосовые брокеры (телефон, веб-кабинет брокера);
  - электронные информационные системы (крупнейшая – RTS Board);
- 2) подтверждение условий сделки, оформление договора, осуществляемое посредством:
  - бумажного документооборота (обмен факсами, оригиналами договоров / подтверждений);
  - электронного подтверждения (SWIFT, ЦЭД или новая платформа в рамках RTS Board);
  - альтернативно – путем заведения в биржевую систему в режиме переговорных сделок;

3) направление отчетности на биржу о совершении внебиржевой сделки (для ценных бумаг, допущенных к организованным торгам):

- через биржевой веб-кабинет (ручная загрузка файлов со сведениями о сделках);
- через специализированное программное обеспечение (ОТС-монитор, новая платформа RTS Board);

4) расчеты по ценным бумагам, проводимые в Центральном депозитарии либо через регистраторов/номинальных держателей в зависимости от вида ценных бумаг, осуществляемые на основании поручений самих участников рынка либо торгово-клиринговой инфраструктуры – в зависимости от способа подтверждения сделки.

### ИНФОРМАЦИОННАЯ СИСТЕМА RTS BOARD

Информационная система RTS Board является крупнейшей в России электронной платформой для поиска информации об индикативных котировках на внебиржевом рынке акций. По состоянию на октябрь 2015 г. в системе зарегистрировано 1175 акций 921 эмитента.

Группа РТС еще в 2001 г. запустила проект внебиржевой системы индикативного котирования ценных бумаг, не обращающихся на организованном рынке, названный RTS Board. Отличием RTS Board стал правовой статус совершаемых транзакций: публикуемые в системе индикативные котировки с юридической точки зрения являются приглашениями для участников системы делать оферты, а не офертами на заключение договоров как таковыми. В этом состоит главное отличие системы индикативного котирования от организованного рынка, что позволяет объявлять котировки в отношении ценных бумаг не только публичных компаний, акции которых разрешены в соответствии с законодательством к публичному обращению, но и непубличных компаний.

Ключевыми преимуществами системы RTS Board стали легкость доступа и простота включения новых ценных бумаг в список котлируемых инструментов: любой участник системы в режиме котирования имеет возможность выставлять индикативные котировки, а также подавать заявки на включение новых ценных бумаг, что не подразумевает согласия эми-

Рисунок 3. ОБЪЕМ ТОРГОВ НА РЫНКЕ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ

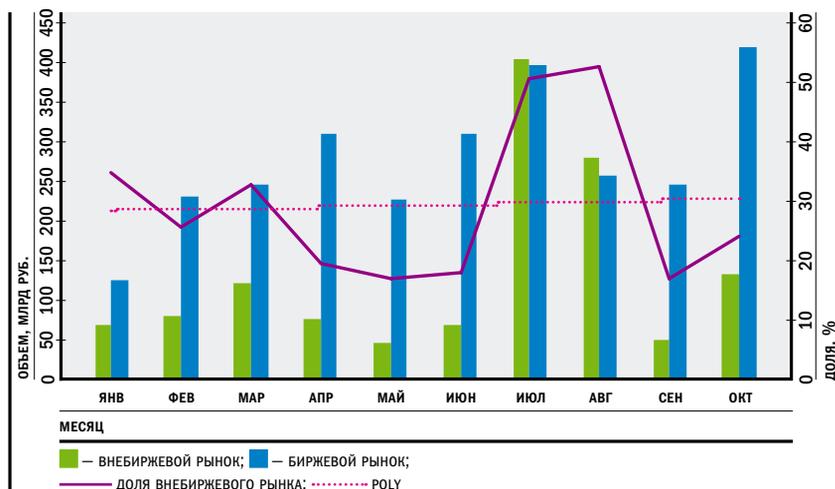
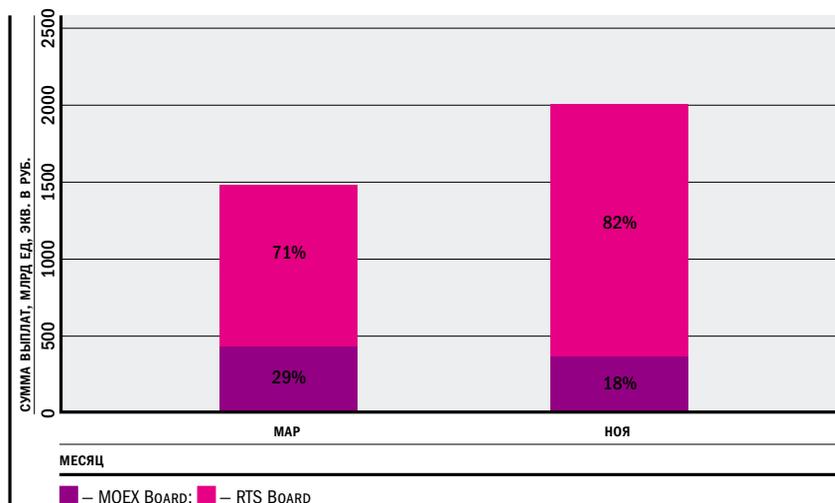


Рисунок 4. КОЛИЧЕСТВО АКТИВНЫХ КОТИРОВОК В 2015 Г.



тента ценных бумаг и не накладывает на эмитента дополнительных требований по раскрытию информации.

8 декабря 2014 г. НП РТС в рамках модернизации системы *RTS Board* осуществило перевод всех клиентов на новую технологическую платформу *QUATRO*. Ранее использовавшееся программное обеспечение, перешедшее в собственность Московской Биржи, послужило основой формирования параллельной системы *MOEX Board*, ставшей своеобразным клоном оригинальной системы и сформировавшей предпосылки для фрагментации данного рынка. Тем не менее, несмотря на сложную конъюнктуру рынка и резкое снижение ликвидности фондового рынка в целом, рынок акций третьего эшелона с начала 2015 г. показывает признаки постепенного восстановления и консолидации (рис. 4). На текущий момент более 80% индикативных котировок объявляются в Информационной системе *RTS Board*.

При создании новой платформы *RTS Board* была поставлена стратегическая цель обеспечения гибкости и динамичности развития системы с одновременным снижением операционных издержек участников рынка — пользователей информационной системы. В соответствии с этой целью структура новой платформы *RTS Board* включает в себя три основных модуля:

- **информационно-котировальный модуль (Quote)**, представляющий функционал индикативного котирования и сопутствующих операций. Индикативные котировки, объявляемые в системе, могут использоваться для оформления договоров купли-продажи ценных бумаг как на бумаге, так и во внешних системах (*SWIFT*, др.), а также во втором модуле системы *RTS Board*;

- **модуль оформления электронных договоров/электронного подтверждения (Trade)**, обеспечивающий создание и подписание электронной подписью договоров с ценными бумагами. Создание договоров может происходить на основании переговоров по телефону, данных о котировках во внешних системах, а также индикативных котировок из первого модуля системы *RTS Board*;

- **модуль, обеспечивающий автоматическую отчетность, требуемую законодательством и регулированием (Report)**, а также взаимодействие с внешними системами.

Заложенный и динамично пополняемый и оптимизируемый с учетом рекомендаций пользовательского Комитета по развитию внебиржевого рынка НП РТС функционал системы *RTS Board* позволяет формировать и информационно раз-

## Публикуемые в *RTS Board* индикативные котировки с юридической точки зрения являются приглашениями для участников системы делать оферты, а не офертами на заключение договоров.

Рисунок 5. ОТРАСЛЕВАЯ СТРУКТУРА РЫНКА АКЦИЙ

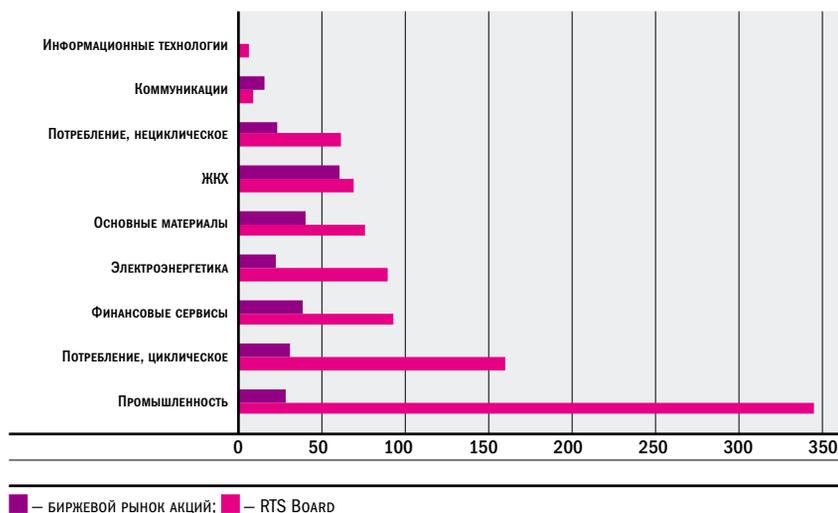
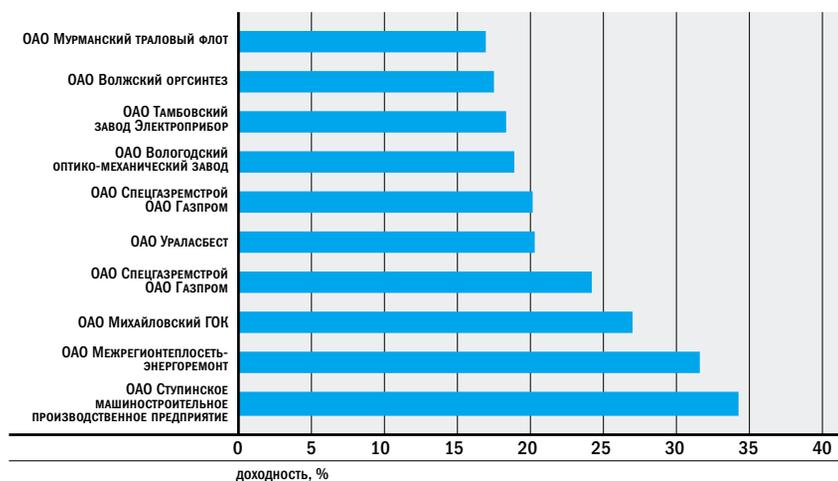


Рисунок 6. ТОП-10 ЭМИТЕНТОВ *RTS BOARD* ПО РАЗМЕРУ ВЫПЛАЧЕННЫХ В 2015 Г. ДИВИДЕНДОВ



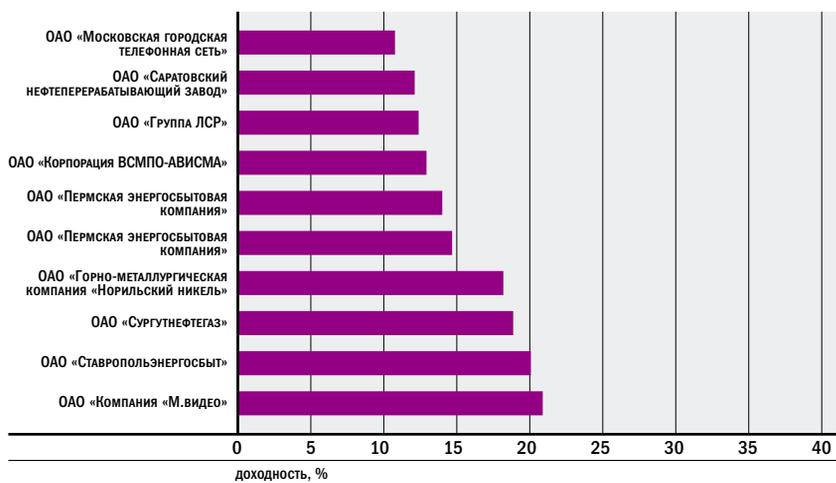
вивать новые ниши внебиржевого рынка акций совместно с участниками данного рынка.

В настоящее время внебиржевой сегмент рынка акций, кроме предоставления возможности внебиржевого заключения сделок с крупными пакетами акций, дупценных к организованным торгам, еще и является своеобразным «инкубатором», в котором акции различного размера компаний готовятся к выходу в публичную зону в соответствии с правилами листинга. Благодаря первичному включению в список инструментов *RTS Board* инвесторы могут познакомиться с потенциально перспективными компаниями, а также

выйти на приобретение их акций на ранней стадии обращения, пока они не торгуются на бирже. Примерами удачных «стартов» в *RTS Board* стали: АК «АЛРОСА» (ОАО), ОАО «ТНК-ВР Холдинг», ОАО АНК «Башнефть», ОАО «Магнитогорский металлургический комбинат», ОАО «Новолипецкий металлургический комбинат», ОАО «Кузбасская Топливная Компания», ОАО «Аптечная сеть 36,6», ОАО «Новороссийский морской торговый порт», ОАО «Банк «Санкт-Петербург» и многие другие.

Другим преимуществом внебиржевого рынка в рамках системы *RTS Board* является широкое покрытие отраслей российской экономики, что существенно уве-

Рисунок 7. ТОП-10 ЭМИТЕНТОВ БИРЖЕВОГО РЫНКА ПО РАЗМЕРУ ВЫПЛАЧЕННЫХ В 2015 Г. ДИВИДЕНДОВ



личивает возможности диверсификации инвестиционных портфелей (рис. 5).

Наконец, одним из наиболее существенных факторов привлекательности внебиржевого рынка акций, не обращающихся на биржевом рынке, является стабильно более высокая в среднем дивидендная доходность, обусловленная общей недооценкой данного сегмента, даже несмотря на повышенные в 2015 г. дивиденды по акциям с биржевого рынка (рис. 6, 7).

Что касается внебиржевого рынка облигаций (с учетом значительного объема сделок, совершаемых в рамках традиционных междилерских отношений с заве-

дением в биржевые системы через РПС), то его развитие находится прежде всего в русле формирования информационной системы, позволяющей в отношении низколиквидных облигаций, а также облигаций, не предназначенных для публичного обращения, осуществлять ценообразование, объявлять индикативные котировки либо направлять запросы котировок контрагентам, проводить переговоры и поиск контрагентов и после достижения договоренности по всем существенным условиям подтверждать сделки и направлять сопутствующую обязательную отчетность. Перечисленные операции частично охватывает текущий функцио-

нал Информационной системы *RTS Board*. Полностью реализовать данный список входит в планы ближайшего развития системы на конец 2015 г. — начало 2016 г.

Внебиржевой рынок ценных бумаг в России, несмотря на существующий потенциал расширения, имеет ряд серьезных проблем.

Первая связана с ограниченной информационной прозрачностью данного рынка в части низколиквидных инструментов. Зачастую отсутствует аналитическое и информационное сопровождение операций на этом рынке, база для начального ценообразования ценных бумаг. По этой причине у инвестора часто отсутствует какое-либо понимание о реальном уровне цен на те или иные ценные бумаги. Следствием информационной непрозрачности является низкий спрос на соответствующие инструменты.

Вторым важным ограничением является разрозненность инфраструктуры, отсутствие связей между ключевыми ее элементами, такими как информационно-торговые и учетно-расчетные звенья. Построение системы сквозной обработки внебиржевых транзакций — от момента переговоров и котирования до момента осуществления расчетов и отчетности с широким региональным покрытием — позволит ускорить и удешевить осуществляемые операции на внебиржевом рынке, повысить их количество и объемы. ■

