



МСП НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ: НОВЫЕ ВОЗМОЖНОСТИ

Аналитический
обзор

Март
2021

Оглавление

РЕЗЮМЕ.....	3
1. ДОЛГОВОЙ РЫНОК.....	4
2. ПЕРСПЕКТИВЫ ДОЛГОВОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ В СЕКТОРЕ РОСТА	6
3. СПЕЦИФИКА РЕЙТИНГОВАНИЯ.....	7
КОНТАКТЫ И АВТОРЫ	10

РЕЗЮМЕ

- **Субъекты МСП предпочитают банковское финансирование фондовому рынку, несмотря на программы по расширению каналов доступа к заемному капиталу и возможность привлечения «длинных» денег.** Задолженность субъектов МСП по кредитам составляет почти 6 трлн руб., в то время как в Секторе Роста и Секторе компаний повышенного инвестиционного риска в обращении находятся облигации МСП на сумму порядка 30 млрд руб.
- **Эмитентам сектора Роста предоставлены благоприятные условия для получения долгового финансирования.** Для эмитентов Сектора Роста предусмотрено субсидирование части затрат на листинг, на получение кредитного рейтинга и на купонные выплаты на сумму, не превышающую 1,5 миллиона рублей. Получение кредитного рейтинга может способствовать удлинению финансирования, а также снижению стоимости долга. Кроме того, наличие недефолтного кредитного рейтинга и выпуск публичного долга в Секторе Роста предполагает создание положительной кредитной истории, что поможет получить более выгодное банковское финансирование в дальнейшем.
- **Объем облигационного долга субъектов МСП в обращении, размещенного в Секторе Роста, за три года может увеличиться на 65%.** В 2021 году объем новых размещений, по оценкам Агентства, может составить порядка 6 млрд руб., в 2022 году — превысить 7 млрд руб., в 2023 году — 9 млрд руб. В целом, это соответствует ориентирам ЦБ, указанным в дорожной карте по развитию финансирования субъектов МСП.
- **Фондовый рынок пользуется наибольшей популярностью у субъектов МСП, относящихся к финансовому сектору.** На втором месте в отраслевой структуре, по оценке Агентства, находится девелопмент и управление недвижимостью, на третьем — торговые компании. Чуть менее 10% эмитентов облигаций в Секторе Роста и Секторе компаний повышенного инвестиционного риска относятся к обрабатывающей промышленности.
- **Ценные бумаги МСП воспринимаются рынком как инвестиции с повышенным риском.** Это находит отражение в повышенной премии за риск: по оценкам Агентства, в феврале 2021 года средневзвешенная доходность облигаций субъектов МСП примерно на 70% выше корпоративного сегмента рынка в целом. Слабой частью оценки бизнеса МСП, как правило, является корпоративное управление, уровень риск-менеджмента и стратегического планирования, низкая информационная прозрачность, а также отраслевой профиль.
- **На фоне низкой информационной прозрачности независимая оценка кредитного риска способствует осознанию уровня рисков инвесторами.** Рейтинг, являясь инструментом сравнения компаний по уровню риска, за счет комплексности и простоты шкалы для понимания информативен для частного инвестора, что имеет ключевое значение для развития каналов заемного финансирования на фоне увеличения присутствия неквалифицированных инвесторов на фондовом рынке.
- **Рейтингование субъектов МСП требует детального погружения в суть бизнеса и имеет широкие перспективы за счет низкого уровня проникновения.** Сегодня только

пятая часть эмитентов сектора МСП, облигации которых обращаются в Секторе Роста и Секторе компаний повышенного инвестиционного риска, имеют кредитный рейтинг. При этом для компаний получение рейтинга выгодно за счет удешевления заимствований вследствие снижения асимметрии информации и демонстрации открытости для основных стейкхолдеров.

1. ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Ключевым фактором развития сектора МСП является доступность инструментов привлечения финансирования. Сегодня в России субъекты МСП в основном привлекают заемное финансирование от банков: их задолженность по кредитам на 01.01.2021 составила 5,8 трлн руб.

Объемы фондирования МСП на бирже значительно меньше: по расчетам НРА, в основных для МСП сегментах биржи — Секторе Роста и Секторе компаний повышенного инвестиционного риска — в обращении находятся облигации эмитентов, входящих в реестр МСП ФНС, на сумму порядка 30 млрд руб. Это менее 1% в общем объеме облигационного долга корпоративного сектора в России.

При этом фондовый рынок предоставляет компаниям возможности привлекать долгосрочное финансирование, необходимое для реализации стратегических целей бизнеса и повышения финансовой устойчивости. Средний срок обращения облигаций МСП, размещенных в 2019–2020 гг. в Секторе Роста, составил 3,9 года, тогда как доля оборота банковской системы по кредитам, предоставленным субъектам МСП на срок до 1 года, превышает половину.

Сектор Роста выделен на Московской бирже в 2017 году для компаний с годовой выручкой от 120 млн руб. до 10 млрд руб. для эмитентов облигаций и до 25 млрд руб. для эмитентов акций.¹ В Сектор Роста включены ценные бумаги 40 эмитентов, 21 из которых относятся к МСП в соответствии с реестром ФНС.²

Практически все ценные бумаги субъектов МСП в Секторе Роста — облигационные. Наличие кредитного рейтинга или инвестиций в выпуски эмитента со стороны МСП Банка — условие для включения долговых бумаг в Сектор Роста.

Для эмитентов Сектора Роста предусмотрено субсидирование части затрат на листинг, на получение кредитного рейтинга и на купонные выплаты. Наличие публичного рейтинга от российского рейтингового агентства по национальной рейтинговой шкале РФ является одним из условий для получения компенсации части затрат по размещению ценных бумаг. Предельный размер компенсации затрат на подготовку к листингу — 1,5 млн руб. Субсидироваться может до 70% купонных выплат, но не более 2/3 ключевой ставки ЦБ. По данным, размещенным на сайте биржи, семь эмитентов получили субсидии. Поддержка реализуется в рамках федерального проекта «Расширение доступа субъектов МСП к финансовым ресурсам, в том числе к льготному финансированию» национального проекта «МСП и поддержка индивидуальной предпринимательской инициативы».

¹ Предельное значение по годовому доходу компаний для отнесения их к сектору МСП составляет 2 млрд руб. (Постановлении Правительства РФ от 04.04.2016 N 265 «О предельных значениях дохода, полученного от осуществления предпринимательской деятельности, для каждой категории субъектов малого и среднего предпринимательства»).

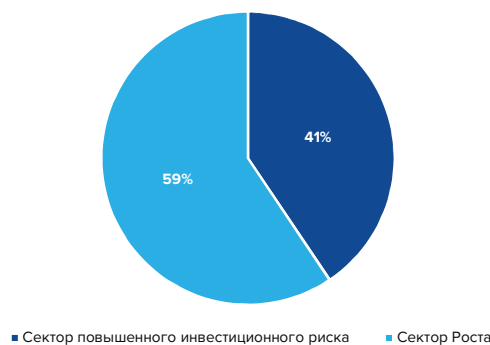
² По состоянию на начало 2021 года.

Сектор компаний повышенного инвестиционного риска включает ценные бумаги эмитентов, в отношении которых выявлены признаки высокой неопределенности для инвесторов, например, нарушение требований по раскрытию информации, прохождение одной из процедур банкротства, отрицательное заключение аудитора, отсутствие рейтинга надежности и качества услуг управляющей компании для закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости и т.д. Биржа в отношении компаний из Сектора вправе принимать решение об ограничении перечня допустимых режимов торгов.

В Сектор компаний повышенного инвестиционного риска включены ценные бумаги 90 эмитентов, 44 из которых относятся к МСП. 75% субъектов МСП в Секторе выпустили облигации.

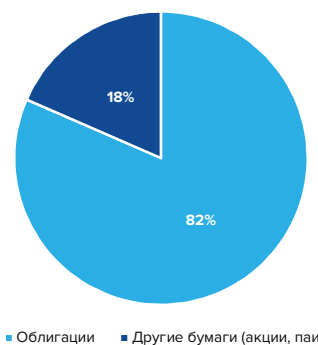
По оценкам Агентства, половина эмитентов, бумаги которых обращаются в обоих специализированных секторах биржи, являются субъектами МСП. На Сектор Роста приходится почти 60% эмиссии субъектов МСП в обращении (Рис.1). Более 80% субъектов МСП, имеющих ценные бумаги в обращении, выпустили облигации. Среди других видов ценных бумаг субъектов МСП — акции и инвестиционные паи (Рис.2).

Рис.1. Структура облигаций МСП по объему эмиссии в обращении



Источник: ММВБ, ФНС, портал rusbonds.ru, расчеты НРА

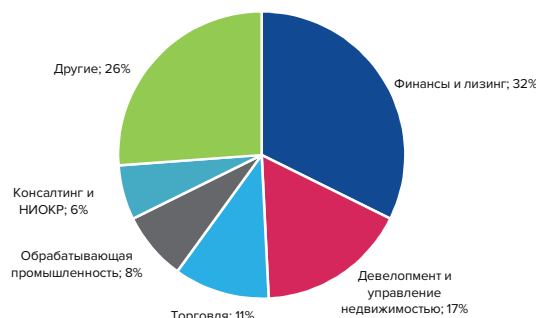
Рис.2. Структура эмитентов МСП по видам ценных бумаг



Источник: ММВБ, ФНС, расчеты НРА

В отраслевой структуре субъектов МСП, ценные бумаги которых обращаются в Секторе Роста и Секторе компаний повышенного инвестиционного риска, наиболее значимую долю, почти треть, занимают компании из сферы финансов и лизинга (Рис.3). На втором месте, по оценке НРА, находится девелопмент и управление недвижимостью, на третьем месте — торговые компании. Чуть менее 10% эмитентов относятся к обрабатывающей промышленности и производят оборудование, занимаются обработкой материалов.

Рис.3. Структура эмитентов МСП по отраслям



Источник: ММВБ, ФНС, классификация, расчеты и оценка НРА

Ценные бумаги субъектов МСП, являясь более рискованными с точки зрения инвесторов, имеют более высокую ставку доходности, чем в среднем по рынку. Так, по оценкам НРА, в феврале 2021 года средневзвешенная доходность к погашению/оферте облигаций субъектов МСП в Секторе Роста и Секторе компаний повышенного инвестиционного риска

примерно на 70% превышала доходность корпоративных бондов в целом. Высокая доходность привлекает инвесторов, особенно в условиях притока частных лиц на фондовый рынок из-за снижения доходности депозитов: ликвидность бумаг МСП выше рыночной (Табл.1).

Табл.1. Оценка средневзвешенной доходности и ликвидности облигаций МСП и корпоративного сектора в целом (на середину февраля 2021 года)*

	МСП	Корпоративный сектор
Доходность к погашению/оферте	10,9%	6,4%
Коэффициент оборачиваемости	0,7	0,6

*Из расчетов исключены разовые экстремальные значения доходности
Источник: ММВБ, ФНС, портал rusbonds.ru, расчеты и оценка НРА

В ближайшей перспективе негативное влияние на ликвидность рынка облигаций субъектов МСП может оказать сужение круга потенциальных инвесторов: в Госдуме рассматривается законопроект, запрещающий вложения неквалифицированных инвесторов в облигации с кредитным рейтингом ниже уровня, который определит ЦБ. Ограничения предполагается наложить до 1 октября 2021 года — предполагаемого старта запуска процесса тестирования для неквалифицированных инвесторов. При условии прохождения тестирования неквалифицированные инвесторы смогут совершать сделки с высокорискованными инструментами.

2. ПЕРСПЕКТИВЫ ДОЛГОВОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ В СЕКТОРЕ РОСТА

Одной из мер дорожной карты Банка России по развитию финансирования субъектов МСП является обеспечение к финансовым ресурсам посредством выпуска облигаций. ЦБ ожидает выпуск облигаций в 2021 году на сумму не менее 5 млрд руб., в 2022 году — не менее 7 млрд руб.

По оценкам НРА, ориентиры ЦБ по объемам размещения сектора МСП вполне достижимы. В этом году объем новых размещений субъектов МСП в Секторе Роста может остаться примерно на уровне 2020 года, составив 6 млрд руб., в следующем году — превысить 7 млрд руб., в 2023 году — 9 млрд руб. (Табл.2). С учетом погашений объем эмиссии в обращении в 2023 году может вырасти примерно на 65% к уровню 2020 года.

Табл.2. Оценка объемов размещений субъектов МСП в Секторе Роста

	2020	2021	2022	2023
Привлечение, млрд руб.	5,9	5,8	7,3	9,2
Эмиссии в обращении, млрд руб.	17,5	21,0	26,5	29,1

Источник: ММВБ, портал rusbonds.ru, оценка НРА

Основные предпосылки оценки:

- Рост реального ВВП в 2021 году на 3-4%, в 2022–2023 годах — на 2%.
- Инфляция в 2021 году на уровне 4-5%, в 2022–2023 годах — 4%. Сближение значений дефлятора и ИПЦ в 2021–2023 годах.
- Сохранение в 2021–2023 годах соотношения корпоративной долговой нагрузки (кредиты и облигационные займы в обращении) и номинального ВВП на уровне 0,49 после достижения пикового показателя 0,50 в 2020 году.
- Сохранение доли кредитов в корпоративном долге на уровне 2020 года (70%).
- Рост доли сектора МСП в кредитах корпоративного сектора с 15% до 16% к 2023 году за счет развития программ льготного кредитования.

- Прямая зависимость динамики доли МСП в корпоративном долге с динамикой доли сектора в экономике.

В более отдаленной перспективе одним из путей развития долгового финансирования может стать коллективное привлечение средств (например, выпуск облигации, состоящей из займов нескольких субъектов МСП), что позволит диверсифицировать риск бумаги. Применение подобных инструментов станет возможным при условии адаптации законодательной базы и правил листинга.

3. СПЕЦИФИКА РЕЙТИНГОВАНИЯ

По оценкам НРА, из 53 субъектов МСП, облигации которых обращаются на бирже в Секторе роста и Секторе повышенного инвестиционного риска, только 10 имеют рейтинг. Категория рейтингов у всех субъектов — «В», минимальный уровень — «В-», максимальный — «BBB+».

Модели присвоения кредитного рейтинга, примененные к субъектам МСП, часто отражают низкий балл качественной части оценки. Под критерии высокого уровня не подходят блоки качества корпоративного управления, стратегического менеджмента, системы управления рисками, качества финансовой информации. Например, из субъектов МСП, которые имеют рейтинг и облигации в Секторе роста и Секторе повышенного инвестиционного риска, Совет директоров сформирован только у трети. При этом достижение высокого уровня критериев блока качественной оценки для субъектов МСП часто не имеет экономической целесообразности, т.к. небольшой размер не позволяет соблюсти принцип превышения выгод над издержками в рамках проекта по созданию и функционированию структуры корпоративного управления, соответствующей лучшим практикам.

Также ограничителями рейтинга субъектов МСП становятся: наличие географической и продуктовой диверсификации бизнеса, ограниченный доступ к внешнему финансированию. Отраслевой профиль МСП зачастую характеризуется низкими барьерами входа, что обуславливает высокую конкуренцию и, соответственно, невысокие возможности по получению выгод от усиления рыночных позиций. Наиболее частные ограничивающие факторы, препятствующие получению более высокого уровня рейтинга приведены в Таблице 2.

Табл. 2. Ограничивающие факторы рейтингования субъектов МСП

Фактор	Ограничивающие условия	Влияние ограничений на уровень рейтинга
Срок работы на рынке	<ul style="list-style-type: none"> • Небольшой срок работы компании (менее 5 лет) • Ограниченный срок работы компании с текущим функционалом 	Умеренное
Рыночные позиции	<ul style="list-style-type: none"> • Компания «старт-ап» или компания с незначительной долей рынка • Развивающийся игрок с долей целевого рынка 5%-10% 	Существенное
Ценность бренда	<ul style="list-style-type: none"> • Значимость бренда только на местном или региональном уровне 	Умеренное
Диверсификация по рынкам сбыта	<ul style="list-style-type: none"> • Компания – «локальный игрок», присутствие только в одном федеральном округе и(или) населенном пункте 	Умеренное
Зависимость от покупателей	<ul style="list-style-type: none"> • Высокая зависимость от покупателей, на долю трех крупнейших покупателей в продажах приходится 50% 	Ниже среднего

	и более, переключение на других покупателей вызовет значительные трудности	
Зависимость от поставщиков	<ul style="list-style-type: none"> Высокая (доля крупнейшего поставщика в себестоимости составляет от 60% до 80%) или очень высокая (доля крупнейшего поставщика в себестоимости превышает 80%) 	Существенное
Влияние внешних бизнес-рисков	<ul style="list-style-type: none"> Неблагоприятные изменения в законодательстве, доступность сырья, зависимость от госзаказа, прочие бизнес-риски 	Ниже среднего
Качество управления	<ul style="list-style-type: none"> Значительная доля бенефициаров, обладающие признаками номинального владения Высокорискованные сделки со связанными сторонами (перевод имущества или активов в рамках юридически неоформленной группы компаний) Риски корпоративного конфликта или смены собственника Массовый генеральный директор Массовый адрес регистрации предприятия Большое количество сторонних бизнесов у бенефициара, финансовое состояние которых не раскрывается Минимальный уставный капитал, отсутствие резервов Корпоративные конфликты Незначительное количество сотрудников компании Низкая деловая репутация владельцев 	Очень высокое
Стратегия развития	<ul style="list-style-type: none"> Отсутствие долгосрочных целей и задач компании Отсутствие финансовой модели или финансового плана с горизонтом более 1 года История систематического невыполнения стратегических целей и задач Стратегия не формализована и не доведена до сотрудников компании 	Высокое
Система управления рисками	<ul style="list-style-type: none"> Система управления рисками отсутствует или низкий уровень зрелости системы управления рисками История реализации существенных рисков 	Высокое
Финансовая политика	<ul style="list-style-type: none"> Финансовая политика отсутствует или не формализована Отсутствие целевого видения структуры капитала Границы долговой нагрузки не установлены или существенно выше среднеотраслевых Существенный суммы гарантий и поручительств третьим лицам Круг кредиторов ограничен связанными сторонами Низкая финансовая гибкость Недостаточное количество активов, возможных к использованию в виде предмета залога Дивидендная политика не установлена Структура финансовых обязательств не диверсифицирована Отсутствие системы управления ликвидностью 	Очень высокое
Корпоративное управление	<ul style="list-style-type: none"> Риск «ключевого сотрудника» или «ключевого руководителя» Риски мошенничества Неформализованная структура управления (включая разделение обязанностей в процессе принятия решений и одобрения сделок) 	Очень высокое
Раскрытие информации	<ul style="list-style-type: none"> Ограниченная доступность отчетности Недостаточный уровень раскрытия в финансовой отчетности (на регулярной основе не раскрываются 	Очень высокое

	<p>комментарии к статьям финансовой отчетности или уровень раскрытия низкий, не публикуется отчет о движении денежных средств)</p> <ul style="list-style-type: none"> • Низкая регулярность раскрытия (реже чем раз в полугодие) • Значительные сроки выхода отчетности • Наличие оговорок в аудиторском заключении • Невысокая репутация аудитора 	
Финансовые риски	<ul style="list-style-type: none"> • Несбалансированность активов и обязательств по срокам погашений • Наличие разрывов ликвидности, отрицательный операционный денежный поток • Отсутствие резервов ликвидности • Отсутствие инструментов хеджирования рисков • История дефолтов или технических дефолтов • Плохая кредитная история • Низкий уровень покрытия процентных расходов • Низкая рентабельность бизнеса 	Очень высокое
Событийные риски	<ul style="list-style-type: none"> • Судебные споры с большой вероятностью принятия решений не в пользу компании • Факты нарушения законодательства 	Очень высокое

В силу размера субъектам МСП сложно достичь уровня информационной прозрачности для широкого круга лиц, позволяющей инвесторам делать взвешенные выводы о рисках их бизнеса. Для принятия оптимального решения об инвестициях в бумаги МСП необходим инструмент сравнения уровня рисков, чем по сути и является кредитный рейтинг. Простота и комплексность рейтинговой шкалы понятна для частных инвесторов, что способствует укреплению доверия к финансовым рынкам и их развитию.

Снижение уровня асимметрии информации приводит к удешевлению займов для перспективных компаний. Получение рейтинга демонстрирует стремление компании к устойчивым открытым отношениям со стейкхолдерами, позволяет открыться всему рынку, формируя коммуникацию с ограниченным кругом лиц — с рейтинговым агентством.

КОНТАКТЫ И АВТОРЫ

Алла Юрова

Аналитик корпоративных рейтингов
рейтинговой службы
E-mail: yurova@ra-national.ru

Сергей Гришунин

Управляющий директор рейтинговой
службы
E-mail: grishunin@ra-national.ru

Контакты для СМИ

Светлана Подгорная

Директор по связям с общественностью
Тел. +7 (495) 122-22-55 (143)
E-mail: podgornaia@ra-national.ru



**115191, г. Москва,
Гамсоновский пер.,
д.2, стр.7, оф. В
тел./факс: +7 (495) 122-22-55
www.ra-national.ru**

Ограничение ответственности Агентства

© 2021

Настоящий аналитический обзор создан Обществом с ограниченной ответственностью «Национальное Рейтинговое Агентство» (ООО «НРА»), является его интеллектуальной собственностью, и все права на него охраняются действующим законодательством РФ. Вся содержащаяся в нем информация, включая результаты расчетов, выводы, методы анализа и др., предназначена исключительно для ознакомления; их распространение любым способом и в любой форме без предварительного согласия со стороны ООО «НРА» и подробной ссылки на источник не допускается. Любые факты неправомерного использования интеллектуальной собственности ООО «НРА» могут стать основанием для судебного преследования. Единственным законным источником публикации документа является официальный сайт ООО «НРА» в информационно-телекоммуникационной сети Интернет по адресу: www.ra-national.ru

ООО «НРА» и любые его работники не несут ответственности за любые последствия, которые наступили у лиц, ознакомившихся с настоящим аналитическим обзором, в результате их самостоятельных действий в связи с полученной из него информацией, в том числе за любые убытки или ущерб иного характера, прямо или косвенно связанные с такими действиями. Вся содержащаяся в аналитическом обзоре информация представляет собой выражение независимого мнения ООО «НРА» на дату его подготовки на основе сведений и данных, полученных из источников, которые ООО «НРА» считает надежными. Любые сделанные в нем предположения, выводы и заключения не имели целью и не являются предоставлением рекомендаций по принятию инвестиционных решений и проведению операций на финансовых рынках или консультацией по вопросам ведения финансово-хозяйственной деятельности. ООО «НРА» не несет ответственности за точность и достоверность сведений и данных, полученных из использованных источников, и не имеет обязанности по их верификации, а также по регулярному обновлению информации, содержащейся в настоящем аналитическом обзоре.