

ГРУППА ММВБ ВЫСТУПИЛА ОРГАНИЗАТОРОМ XIII МЕЖДУНАРОДНОГО ФОРУМА УЧАСТНИКОВ РЫНКА КАПИТАЛА

С 23 по 26 сентября в Алуште состоялся XIII Международный Форум участников рынка капитала, организаторами которого традиционно выступила Фондовая Биржа ПФТС и новый стратегический акционер Биржи — Группа ММВБ. В работе Форума приняли участие более 270 представителей профессиональных участников фондового рынка (ведущих банков, инвестиционных компаний, депозитариев, компаний управления активами, страховых и юридических компаний), органов государственного управления и международных финансовых учреждений.

Работа нынешнего Форума ПФТС была посвящена следующим вопросам:

- фондовый рынок и сценарии развития экономики Украины: общие тенденции;
- стратегия развития новых рынков (срочный рынок, рынок РЕПО, валютный рынок, товарный рынок): проекция опыта ММВБ;
- совершенствование «посттрейдинговой» инфраструктуры рынка: современные технологии клиринга, расчетов и управления рисками;
- интернет-трейдинг на биржевом рынке: технологии работы с клиентами;
- рынок коллективных инвестиций на Украине: механизмы возобновления доверия;
- новинки финансового и биржевого программного обеспечения.

В рамках Форума состоялись три пленарных сессии: «Украинский финансовый рынок: перспективы, тренды, проблемы», «Рынок ценных бумаг Украины: развитие и регуляция» и «Современные биржевые технологии для эффективной торговли на рынке», на которых с докладами выступили: Председатель Государственной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку (ДКЦБФР) Дмитрий Тевелев, Член ДКЦБФР Алексей Бурмана, Заместитель Председателя Фонда государственного имущества Украины (ФГИУ) Юрий Яковлев, Глава Наблюдательного Совета ФБ ПФТС, Старший Вице-президент ММВБ Александр Потемкин, Вице-президент ММВБ Евгений Эллинский, Председатель Совета Директоров ПФТС Александр Сляров, Глава Наблюдательного Совета Украинской ассоциации инвестиционного бизнеса (УАИБ) Дмитрий Леонов,



Председатель Правления ОАО «МФС» Николай Швецов, Президент Ассоциации ПФТС Ирина Заря, Вице-президент ПРАТ «КИНТО» Анатолий Федеренко, Председатель группы «ТАСК» Сергей Бродович, Директор департамента мониторинга и стратегии развития фондового рынка ДКЦБФР Елена Табала и другие.

Участники круглого стола «Рынок долговых инструментов» дискутировали по следующим вопросам:

- Рынок государственных ценных бумаг и корпоративных облигаций: настоящее и будущее.
- Рынок РЕПО: что мешает развитию?
- Операции рефинансирования банковской системы с применением механизмов прямого РЕПО и валютного СВОПА с Национальным банком Украины.
- Нужен ли банковскому содружеству индикатор денежного рынка и какой именно?

Участники круглого стола «Интернет-трейдинг на биржевом рынке — эра массового инвестора», поделившиеся собственными достижениями развития Интернет-трейдинга на украинском рынке сосредоточились на следующих темах:

- Создание условий для развития частного инвестирования в Украине.
- Новые возможности Интернет-трейдинга на Бирже ПФТС.
- Как строить юридические отношения с клиентами — частными инвесторами?
- Осведомленность потенциальных клиентов — одно из важнейших условий их привлечения на рынок.
- Расширение клиентской базы путем предоставления возможностей для торговли за пределами Украины.

«Тринадцатый год подряд Форум ПФТС собирает участников рынка для обсуждения важнейших вопросов развития биржевой торговли на Украине. Рынок постепенно выходит из кризисного состояния, участники в ожидании изменений, которые смогли бы дать импульс к его качественно новому развитию. На Фо-

руме мы услышали достаточно рациональных идей и предложений о том, как улучшить ситуацию на рынке, сделать его привлекательным для широкого круга инвесторов. Все они будут приняты во внимание и учтены в нашей работе с рынком.

В этом году на ПФТС состоялась судьбоносная изменения — на биржу пришел стратегический инвестор — Группа ММВБ, которая входит в ТОП-20 крупнейших бирж мира. В настоящий момент мы имеем мощный потенциал как денежный, так и интеллектуальный. В ближайшее время будет утверждена стратегия развития биржи на 2011–2013 гг. Она будет направлена на создание новых возможностей для профессиональных участников рынка и частных инвесторов. Но для того, чтобы наш рынок стал полноценно развиваться, необходимо решить целый комплекс задач, в том числе провести налоговую и пенсионную реформы, либерализовать валютное законодательство, повысить уровень осведомленности населения относительно фондового рынка», — отметил Председатель Совета Директоров ФБ ПФТС Александр Сляров.

В дни Форума состоялось обсуждение Программы развития фондового рынка на 2011–2015 гг. под руководством Председателя ДКЦБФР Дмитрия Тевелева. В мероприятии приняли участие представители крупнейших украинских инвестиционных компаний и банков, руководители ассоциаций и руководство ПФТС.

Специально к XIII Международному Форуму участников рынка капитала Группа ММВБ совместно с ПФТС подготовила специализированное издание, включающее подборку номеров журнала «Биржевое обозрение» с материалами о наиболее значительных проектах, реализованных в рамках Группы ММВБ, основных событиях на российском и зарубежном рынках, а также аналитические обзоры от ведущих экспертов в области финансового рынка. ■





ММВБ ПРИНЯЛА УЧАСТИЕ В РАБОТЕ III ПЕТЕРБУРГСКОГО МЕЖДУНАРОДНОГО ИННОВАЦИОННОГО ФОРУМА

Группа ММВБ в лице ЗАО «ММВБ — Северо-Запад» выступила организатором Круглого стола «Финансовые инструменты инновационного развития и модернизации» в рамках III Петербургского международного инновационного форума.

С 28 сентября по 1 октября 2010 г. в ЛЕНЭКСПО в Санкт-Петербурге прошел III Петербургский международный инновационный форум. В работе форума приняли участие более 1000 российских и зарубежных представителей органов власти, бизнеса, общественных организаций и союзов.

Обширная выставочная экспозиция и насыщенная деловая программа, включающая порядка пятидесяти круглых столов, конференций, заседаний, пресс-конференций, мастер-классов и других мероприятий, предоставила участникам Форума отличную возможность для презентации своих достижений, обмена опытом и выработки важных решений.

1 октября III Петербургский международный инновационный форум был посвящен финансированию инноваций, модернизации и технологическому обновлению. Открыла эту тему дискуссия «Финансирование модернизации: кто заплатит?». В ее работе приняли участие заместитель министра финансов РФ Алексей Саватюгин, депутат Государственной Думы РФ Илья Пономарев, вице-губернатор, глава Администрации Губернатора Санкт-Петербурга Михаил Осеевский, Президент ЗАО ММВБ Рубен Аганбегян, генеральный директор ОАО «Российская венчурная компания» Игорь Агамирзян, Заместитель Председателя Правления ОАО «Сбербанк» Белла Златкис, генеральный директор ЗАО «Биокад» Дмитрий Морозов, генеральный директор ОАО «КамАЗ» Сергей Когогин, Председатель Правления ЗАО «Росэксимбанк» Николай Гаврилов и др.

Группа ММВБ выступила партнером Форума и организатором Круглого стола «Финансовые инструменты инновационного развития и модернизации». Открыл дискуссию Круглого стола Президент ЗАО ММВБ Рубен Аганбегян, в качестве моде-



раторов выступали Генеральный директор ООО «Рексофт» Александр Егоров и Председатель Комитета финансов Санкт-Петербурга Эдуард Батанов. После вступительного слова началась живая дискуссия, в которой приняли участие представители крупнейших российских финансовых организаций, среди которых Внешэкономбанк, ИК «Тройка-диалог», ИК ФИНАМ, ЗАО «АЛОП ИНВЕСТ», Комитет экономического развития, промышленной политики и торговли Санкт-Петербурга, ФБ ММВБ, «Линия права», а также представители СМИ.

Круглый стол, организованный Группой ММВБ, собрал аудиторию более 200 человек. Оживленная дискуссия в рамках заданной темы Круглого стола выявила, что взаимодействие государства и бизнеса не всегда оказывается гладким. По мнению специалистов фондов венчурного кредитования, государство, с одной стороны, всячески старается перевести экономику на инновационные рельсы, однако с другой — зачастую отправляет уже готовые проекты за рубеж. Проблемой инновационного развития бизнесмены считают законы, по которым работает российская таможня. Все проекты, не касающиеся программного обеспе-



чения, вынуждены проходить строжайший бюрократический контроль, который занимает настолько много времени, что инновация перестает быть таковой. Выступающие отметили и сложности государственного финансирования частного бизнеса. Нередко государство, инвестировавшее 50% суммы в частный фонд, начинает позиционировать себя как лид-инвестор. По мнению же участников дискуссии, управлять инновационным проектом должен частный бизнес, а не государство.

Все участники Круглого стола признали его работу очень плодотворной, насыщенной и содержательной. В кулуарах мероприятия состоялся неформальный обмен мнениями, представлено несколько взглядов на финансирование инновационного развития и модернизации. ■



Кирилл Пензин

Начальник Отдела структурных проблем
финансового рынка Информационно-аналитического
управления ЗАО ММВБ



Виктория Мишина

Главный специалист Отдела структурных проблем
финансового рынка Информационно-аналитического
управления ЗАО ММВБ



НА ПУТИ К МФЦ

Благодаря своим ресурсам и географическому положению, Россия имеет долгосрочную инвестиционную привлекательность и неизбежно будет все в большей степени становиться важным элементом мировой финансовой системы. Поэтому, несмотря на кризис, в начале 2009 г. Правительством РФ была принята Концепция создания в России Международного финансового центра (МФЦ). Любой кризис предоставляет новые возможности. Существующие мировые финансовые центры могут потерять свое влияние, а новые центры в растущих экономиках будут его наращивать. России предоставляется определенный исторический шанс занять свою нишу на международном финансовом рынке.

Место России на мировых рынках определяется не только усилиями участников и регуляторов российского рынка, но и текущим восприятием России и ее финансовых рынков иностранными инвесторами. Международные рейтинги финансовых центров являются индикатором национальных усилий в этой сфере.

Успешность становления международного финансового центра зависит от многих факторов, в том числе от роли национальной валюты в международных валютных операциях, от уровня регулирования и степени развития национальной финансовой инфраструктуры.

I. Рейтинг международных финансовых центров. Взгляд на Россию со стороны

МФЦ характеризуется не только наличием развитой финансовой сферы, но и уровнем городской инфраструктуры, состоянием делового климата, благоприятностью государственного регулирования, наличием квалифицированного персонала и т.п.

Компания *Z/Yen (City of London)* с 2006 г. составляет ежегодный индекс мировых финансовых центров — *Global Financial Centres Index (GFCI)*. В сентябре 2010 г. опубликован 8-й индекс *GFCI*, в котором представлены 75 городов-финансовых центров, оцениваемых по 64 показателям.

В индексе, помимо общей классификации, представлена диспозиция финансовых центров по их месту и роли в мировой финансовой системе. Москва сохраняет позиции развивающегося финансового центра, претендующего на глобальную роль (см. табл. 1). Вместе с тем, прогресса Москвы пока не наблюдается, в отличие от Пекина, Шанхая и Дубая, которые были на одной позиции с Москвой в предыдущем рейтинге, а в текущем — переместились в категорию «Глобальных специалистов».

Если рассматривать общий рейтинг финансовых центров, то позиции Москвы и Санкт-Петербурга по сравнению с предыдущим рейтингом изменились незначительно: Москва осталась на

68-м месте, Санкт-Петербург опустился на одну позицию на 71-е место.

Наибольший прогресс наблюдается у ряда финансовых центров развивающихся рынков: Шанхай переместился в общей таблице о рангах с 11-го на 6-е место, Сеул поднялся на 4 позиции (до 24-го места), Мехико — на 7 (до 50-го места), Стамбул — на 4 (до 70-го места). Существенные потери в рейтинге понесли офшорные центры в связи с ужесточением требований к прозрачности финансовых транзакций.

Можно по-разному оценивать место России в этом рейтинге, и возможно, с ним не соглашаться, однако рейтинг построен на основе опроса финансовых профессионалов по всему миру (более 1800), и рейтинг есть отражение их взглядов, в том числе на финансовые рынки России. Если Россия планирует построение Международного финансового центра в Москве, то с этим мнением необходимо считаться и стремиться улучшить свои позиции в этом и подобных международных рейтингах.

Для сравнительного анализа международному финансовому центру целесообразно иметь собственные методики оценки своего положения в международном контексте, собственный рейтинг конкурентоспособности. Подобный рейтинг разрабатывается Комитетом государственных заимствований города Москвы в сотрудничестве с ММВБ на базе Меморандума о сотрудничестве.



Табл. 1 The Global Financial Centres Index 8

	<i>Broad & Deep</i>	<i>Relatively Broad</i>	<i>Relatively Deep</i>	<i>Emerging</i>
Global	Global Leaders Chicago (678) Frankfurt (659) Hong Kong (760) London (772) New York (770) Singapore (728) Toronto (656) Zurich (669)	Global Diversified Amsterdam (595) Dublin (605) Paris (645)	Global Specialists Beijing (653) Dubai (607) Geneva (661) Shanghai (693)	Global Contenders Moscow (506)
	Established Transnational Boston (655) Edinburgh (600) Melbourne (622) San Francisco (654) Seoul (621) Sydney (660) Tokyo (697) Vancouver (627) Washington D.C. (649)	Transnational Diversified Brussels (582) Copenhagen (573) Kuala Lumpur (569) Madrid (584)	Transnational Specialists Bahrain (578) British Virgin Islands (582) Gibraltar (554) Guernsey (616) Hamilton (592) Isle of Man (598) Jersey (626) Luxembourg (634) Shenzhen (654) Taipei (639)	Transnational Contenders Bangkok (537) Mumbai (550)
Local	Established Players Johannesburg (555) Osaka (601) Sao Paulo (573)	Local Diversified Athens (465) Glasgow (572) Helsinki (549) Lisbon (534) Mexico City (563) Milan (577) Montreal (617) Munich (610) Oslo (557) Rome (563) Stockholm (587) Vienna (571) Warsaw (517)	Local Nodes Bahamas (529) Cayman Islands (592) Malta (554) Mauritius (535) Monaco (567) Qatar (592) Rio de Janeiro (561) Wellington (585)	Evolving Centres Budapest (467) Buenos Aires (528) Istanbul (496) Jakarta (534) Manila (523) Prague (543) Reykjavik (441) Riyadh (503) St. Petersburg (491) Tallinn (451)

II. Углубление интеграции и предпосылки становления рубля региональной валютой

Формирование МФЦ в России невозможно без превращения рубля в валюту международных расчетов, а также без создания современной платежно-расчетной инфраструктуры. Чтобы рубль стал полноценной международной валютой должны выполняться три важнейших условия:

- отсутствие валютных ограничений и возможность осуществлять трансграничные операции с нерезидентами;
- сильная экономика с высоким внешнеэкономическим потенциалом и широкая используемость национальной валюты в мире;
- высоколиквидный финансовый рынок с инфраструктурой мирового уровня и широким спектром рублевых инструментов.

Часть этих условий уже выполнена, по целому ряду имеется положительная

динамика, однако большинство требует дальнейших целенаправленных усилий.

ЛИБЕРАЛИЗАЦИЯ ВАЛЮТНОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ И РОСТ ОПЕРАЦИЙ НЕРЕЗИДЕНТОВ

Рубль формально вошел в число свободно-конвертируемых валют в 2006–2007 гг., когда с принятием нового закона «О валютном регулировании и валютном контроле» были отменены практически все валютные ограничения. Нерезиденты получили возможность открывать рублевые счета, управлять средствами на этих счетах, инвестировать деньги в различные российские активы, репатриировать прибыль. В результате наблюдался бурный рост активности иностранных участников на российском рынке.

Доля нерезидентов в совокупном уставном капитале российских банков выросла с 5% в 2002–2004 гг. до 30% в

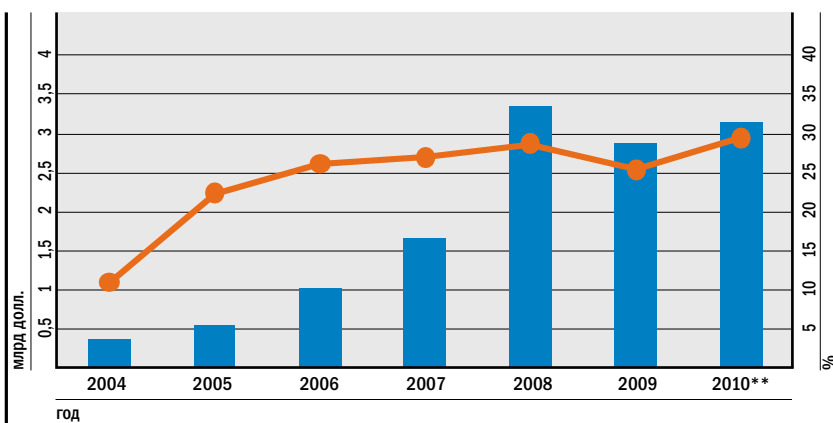
начале 2009 г. В кризис доля нерезидентов несколько снизилась и сейчас находится на уровне 26% (01.07.10).

Либерализация валютного регулирования и снятие ограничений на движение капитала привели к росту трансграничных операций: если шесть лет назад 67% операций российские участники валютного рынка проводили между собой и только 33% — с нерезидентами, то теперь эта доля выросла до 50%.

«Дочки» иностранных банков успешно работают на российском биржевом рынке: в I полугодии 2010 г. их доля в обороте валютного рынка ММВБ приблизилась к 30% (в 2004 г. составляла 11%) (рис. 1).

Ценные бумаги российских эмитентов теперь торгуются и на глобальном рынке. Тем не менее, российский финансовый рынок является центром ликвидности на российские финансовые инструменты. Соотношение 75:25 объема торгов акциями и ADR/GDR на

Рис. 1. Среднедневной объем торгов и доля банков-«дочек» нерезидентов на валютном рынке ММВБ*



* Данные Проектного офиса «Валютный рынок» Центра развития и проектной деятельности ЗАО ММВБ
 ** За I полугодие 2010 г.

акции российских компаний в пользу российского рынка делают его привлекательным для глобальных инвесторов.

Численность уникальных клиентов-нерезидентов, работающих на фондовом рынке Группы ММВБ, превысила

5 тыс. Они представляют более 90 государств из всех регионов мира. До мирового кризиса их доля в биржевом обороте стабильно росла, превысив 39% летом 2008 г. После кризиса держится на уровне 25–27% (в I полугодии 2010 г.).

УСИЛЕНИЕ РОЛИ РУБЛЯ И РУБЛЕВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ НА МИРОВОМ РЫНКЕ

Снятие ограничений на движение капитала — необходимое, но не достаточное условие становления рубля валютной международных расчетов. Реализация этой задачи зависит от фундаментальных факторов: роли России в мировой экономике и готовности национальной и международной финансовой инфраструктуры осуществлять трансграничные операции с рублем.

С точки зрения макроэкономики у рублевого сегмента имеется определенный потенциал для роста: по данным МВФ, доля России в мировом ВВП в 2009 г. составляла 3%, экспорте товаров и услуг — 2,2%, мировых валютных резервах — более 5%.

По данным Банка международных расчетов (BIS), доля операций с рублем на мировом рынке *Forex* выросла за 12 лет в 3 раза с 0,3% в 1998 г. до 0,9% в 2010 г.¹ — хотя по-прежнему не превышает 1% (табл. 2).

По данным ЦБ РФ, среднедневной объем межбанковских кассовых конверсионных операций с рублем в июле 2010 г. составил 35 млрд долл. (пик оборотов наблюдался в сентябре 2008 г. — 72,5 млрд долл.)².

Рубль торгуется не только на внутреннем российском рынке, но и за рубежом. С 2006 г. возможность совершать операции с рублем предоставили различные зарубежные площадки — *EBS/ICAP, LavaFX/FXall, Saxo Bank* и др. Международные трейдеры могут рассчитывать в рублях по ценным бумагам через системы *Clearstream* и *Euroclear*. Объем операций с рублем в зарубежных торговых системах имеет очевидную тенденцию к росту. Так в апреле 2010 года на рынке Великобритании среднедневной объем операций спот и своп доллар—рубль достиг 8,4 млрд долл., увеличившись по сравнению с апрелем 2008 г. на 85%³. Значительно меньший объем операций с рублем осуществлялся на японском рынке — в 2009–2010 гг. он составлял порядка 10–20 млн долл. в день, однако также имеет тенденцию к росту⁴. Все это приводит к тому, что рублевые операции приобретают все более трансгра-

Табл. 2. Доля валют в среднедневном обороте мирового рынка, %

	2001	2004	2007	2010
Доллар США	89,9	88,0	85,6	84,9
Евро	37,9	37,4	37,0	39,1
Японская иена	23,5	20,8	17,2	19,0
Фунт стерлингов	13,0	16,5	14,9	12,9
Австралийский доллар	4,3	6,0	6,6	7,6
Швейцарский франк	6,0	6,0	6,8	6,4
Канадский доллар	4,5	4,2	4,3	5,3
Гонконгский доллар	2,2	1,8	2,7	2,4
Шведская крона	2,5	2,2	2,7	2,2
Новозеландский доллар	0,6	1,1	1,9	1,6
Корейский вон	0,8	1,1	1,2	1,5
Сингапурский доллар	1,1	0,9	1,2	1,4
Норвежская крона	1,5	1,4	2,1	1,3
Мексиканский песо	0,9	1,1	1,3	1,3
Индийская рупия	0,2	0,3	0,7	0,9
Российский рубль	0,3	0,6	0,7	0,9
Польский злотый	0,5	0,4	0,8	0,8
Турецкая лира	0,0	0,1	0,2	0,7
Южно-африканский ранд	1,0	0,8	0,4	0,7
Бразильский риал	0,5	0,3	0,4	0,7
Датская крона	1,2	0,9	0,8	0,6
Тайваньский доллар	0,3	0,4	0,4	0,5
Венгерский форинт	0,0	0,2	0,3	0,4
Китайский юань	0,1	0,0	0,1	0,1
Другие валюты	7,2	7,5	9,7	6,8
Все валюты	200	200	200	200

Данные Bank for International Settlement (BIS)
 Структура оборота по валютам рассчитывается исходя из 200%

¹ Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in April 2010. BIS, September 2010

² При расчете оборота валют по методологии ЦБ РФ к кассовым конверсионным операциям отнесены межбанковские сделки, у которых расчетный период (календарный период времени между датой заключения сделки и датой завершения расчетов по обязательствам сторон) не превышает двух рабочих банковских дней.

³ Foreign Exchange Joint Standing Committee UK (FXJSC), Semi-annual foreign exchange volume survey, April 2008, April 2010.

⁴ Tokyo Foreign Exchange Market Committee, Turnover Survey of Tokyo FX Market, April 2008, April 2009.





нический характер. За два года доля сделок участников на Лондонском рынке в общем объеме операций с рублем выросла с 11 до 37%⁵, причем в последнее время рост доли внебиржевого рынка в Лондоне ускорился.

Получил развитие международный рынок производных инструментов на рублевые активы. Высокие обороты по рублевым деривативам отмечают в Лондоне: в 2010 г. среднедневной оборот по срочным контрактам рубль-доллар (включая *forwards*, *options*, *NDF*, *currency swaps*) составил более 3 млрд долл. На Чикагской товарной бирже в I полугодии 2010 г. среднедневной объем торгов фьючерсами доллар-рубль превысил 70 млн долл. (в 2009 г. — 50 млн долл.). Развивается рынок производных инструментов на российские фондовые активы. Среднемесячный объем торгов срочными контрактами на российские индексы и акции в I полугодии 2010 г. на зарубежных биржах (*Eurex*, *EDX*) составил около 6 млрд долл.

Сегодня российская финансовая инфраструктура уже де-факто обеспечивает международные операции с рублем.

Постепенно растет доля рублевых инструментов в балансах иностранных банков. Первый выпуск долговых обязательств, номинированных в рублях и обращающихся на международных рынках, состоялся в марте 2005 г. (*CLN* ОАО «Российский банк развития»). В настоящее время объем еврооблигаций российских эмитентов, номинированных в рублях, составляет 4,2 млрд долл. (30.06.10). В 2006–2007 гг. еврооблигации, номинированные в рублях, начали размещать иностранные финансовые институты. Например, ЕБРР разместил на российском рынке пять выпусков облигаций общим объемом 25,5 млрд руб.

Новые возможности для развития рублевого рынка предоставляют нормативные акты, касающиеся размещения ценных бумаг иностранных эмитентов в России: в 2006 г. принят закон об эмиссии российских депозитарных расписок (РДР), в 2009 г. — закон, регламентирующий порядок обращения

иностраннных ценных бумаг. В начале 2010 г. ФСФР России разработала приказы, регламентирующие допуск и обращение государственных ценных бумаг иностранных эмитентов. Эмитенты стран СНГ заинтересованы в размещении ценных бумаг на российском рынке. Правительство Белоруссии собирается разместить облигации на сумму до 15 млрд руб.

Минфин России также собирается продвигать рубль на мировые рынки, планируя размещение внешних рублевых займов. Для этого подготовлен и проходит обсуждение проект постановления правительства, регламентирующий процедуру эмиссии и обращения на внешних рынках государственных облигаций, номинированных в рублях.

ЗНАЧЕНИЕ РУБЛЯ ДЛЯ СТРАН СНГ, ЕврАзЭС и ШОС

Кризис в очередной раз продемонстрировал определенную общность развития стран СНГ и ЕврАзЭС, где интеграция рынков имеет географические, национальные, исторические и экономические основания. Исторические взаимосвязи и аналогии в проведении рыночных реформ стран СНГ проявляются в синхронном изменении макроэкономических показателей (темпов роста ВВП, инфляции, потоков капитала) и индикаторов финансовых рынков (фондовых индексов, курсов валют). Согласно данным МВФ, доля стран СНГ в мировом ВВП увеличилась с 3,8% в 2006 г. до 4,3% в 2009 г., а доля России — с 2,6 до 3%, обогнав Италию и Францию⁶.

Россия занимает в регионе доминирующие позиции. На РФ приходится 72% совокупного регионального ВВП, 67–68% суммарного экспорта товаров и услуг стран СНГ. В ВВП стран ЕврАзЭС и Таможенного союза доля России составляет около 90%⁷. По данным ЦБ РФ, общие выплаты России по статьям трудовой миграции в пользу СНГ за период 2000–2009 гг. приблизились к 80 млрд долл. Это более половины всех доходов России от экспорта энергоносителей в СНГ за тот же период. Доходы граж-

дан, работающих за рубежом, в первую очередь в России, имеют для экономик ряда стран СНГ огромное значение: по оценкам Всемирного банка, денежные переводы мигрантов достигают 50% ВВП Таджикистана, порядка 30% — Молдавии и Киргизии, около 10% — Армении⁸. Учитывая значимость России для экономик стран СНГ, у рубля есть серьезные основания для выполнения функций региональной валюты на постсоветском пространстве.

Российский рубль уже используется в качестве валюты внешнеторговых контрактов со странами СНГ. В Белоруссии в 2009 г. более 85% экспортных контрактов с РФ оплачивалось российскими партнерами в рублях, в то время как на евро и доллар приходилось порядка 15% валютной выручки из России. Рубль используется как платежное средство и в других странах СНГ: в структуре платежей, обеспечивающих товарооборот ЕврАзЭС в 2008 г., доля доллара составляла 33%, евро — 13%, а на расчеты в рублях приходилось 54%.

Наиболее значимы межбанковские операции с рублем в Белоруссии, где в 2009 г. на сделки рубль/белорусский рубль пришлось более 17% биржевого оборота (в 2008 г. — 27%). Однако на Казахстанской бирже операции с рублем составляют менее 1% валютных торгов.

На российском валютном рынке рубль в основном котируется против двух мировых валют: доллара и евро. В I полугодии 2010 г. на операции доллар/рубль приходится 61% общего оборота, евро/рубль — 4%, евро/доллар — 31%. Объем операций с валютами стран СНГ на российском межбанковском рынке крайне мал, их доля составляет сотые доли процента. На ММВБ операции с национальными валютами стран СНГ также не носят регулярного характера.

Однако контрагенты из стран СНГ заняли определенную нишу на российском валютном рынке. Согласно данным Банка России о географической структуре межбанковского оборота, на долю контрагентов-нерезидентов из стран СНГ в I полугодии 2010 г. прихо-

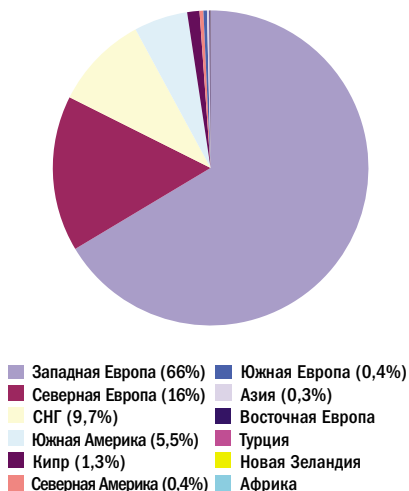
⁵ Структура рассчитана исходя из статистики Банка России по методологии *BIS*, Банка Англии и ММВБ. Рублевые межбанковские операции российских участников с резидентами и нерезидентами принимаются за 100%. Существующая статистика не позволяет более точно сопоставить данные из-за невозможности количественного определения рублевых операций нерезидент-нерезидент на Лондонском рынке, а также трудностей выделения в британской статистике межбанковского и клиентского сегментов рублевых операций, что несколько завышает долю Лондонского рынка.

⁶ *World Economic Outlook, IMF, April 2010, p. 148*

⁷ Доклад «Стратегические интересы России на постсоветском пространстве», ВНИКИ/ИМЭМО РАН, журнал *Мировая экономика и международные отношения*, 2010, № 8, стр. 37.

⁸ Кулик С. А., Спартак А. Н., Юргенс И. Ю. Экономические интересы и задачи России в СНГ, Библиотека Института современного развития, М., 2010.

Рис. 2. Географическая структура оборота российского межбанковского валютного рынка с контрагентами-нерезидентами по операциям спот доллар/рубль в июле 2010 г., %



дилось порядка 5–10% кассовых операций и 2–4% свопов в паре доллар/рубль (рис.2). В паре EUR/USD доля сделок российских банков с контрагентами из стран СНГ также составляла 4–9%. Представленные данные подтверждают начало процесса формирования МФЦ в России, когда зарубежные контрагенты, в том числе из стран СНГ, выходят на ликвидный российский рынок для проведения своих операций.

Преимущества осуществления операций в национальных валютах и возможность их активизации обсуждаются давно, однако торговля между Россией и странами СНГ (за исключением Белоруссии) практически не использует прямой конвертации на валютном рынке, используя в качестве посредников доллар США и евро.

В 2003–2008 гг. принято несколько важных соглашений ЕврАзЭС, касающихся обмена информацией, защиты инвестиций, сотрудничества на рынке ценных бумаг, организации интегрированного валютного рынка. В настоящее время прорабатывается комплекс мер по активизации торгов «мягкими валютами» и установлению прямых котировок «рубль–национальная валюта».

В соответствии с Соглашением ЕврАзЭС о сотрудничестве в области организации интегрированного валютного рынка реализуется проект по доступу банков стран ЕврАзЭС к торгам на валютном рынке ММВБ. С ноября 2009 г., действуют правила, в соответствии с которыми кредитным ор-

ганизациям — резидентам государств-членов ЕврАзЭС предоставляется право стать членами Секции валютного рынка ММВБ. В настоящее время прорабатывается вопрос о допуске к торгам ряда белорусских банков.

В 2010 г. подписаны соглашения об информационном обеспечении участников интегрированного валютного рынка государств ЕврАзЭС между Банком России и Национальными банками Киргизии и Белоруссии, что обеспечивает реализацию проектов по формированию прямых котировок между национальными валютами на биржевых рынках.

Россия и Китай уже несколько лет продвигают использование национальных валют во взаиморасчетах в приграничной торговле. На высшем уровне обсуждается возможность заключать сделки своп рубль-юань между китайскими и российскими банками. Близок к завершению проект Группы ММВБ по организации торгов валютной парой российский рубль/китайский юань. Уже согласована необходимая договорно-правовая база и подготовлена инфраструктура торгов, достигнуты основные договоренности с российскими банками — потенциальными участниками этого перспективного рынка.

ВОССТАНОВЛЕНИЕ ДОВЕРИЯ К РУБЛЮ И ПРОЦЕССОВ «ДЕДОЛЛАРИЗАЦИИ»

Выполнение рублем значимой международной роли невозможно без роста доверия к нему со стороны всех внутренних российских контрагентов: государства, предприятий, банков, населения.

До кризиса рост доверия к рублю стимулировал процессы «дедолларизации». Если в 1999 г. вклады в валюту составляли порядка 30% всех депозитов населения, то в первом полугодии 2008 г. их доля снизилась до 13%. Однако в период кризиса валютные депозиты превысили 34% всех вкладов населения и 55% депозитов предприятий. Затем положение нормализовалось и возобновилась тенденция «девалютизации» вкладов: в I полугодии 2010 г. доля валютных депозитов снизилась до 22% по вкладам населения и 40% по депозитам предприятий (рис. 3).

Растет доля рубля в структуре международных требований и обязательств всех основных экономических агентов российского финансового рынка.

Во внешнем долге Российской Федерации обязательства в рублях на 1 января 2005 г. составляли 8,8%, на 1 апреля 2010 г. — 21,2%.

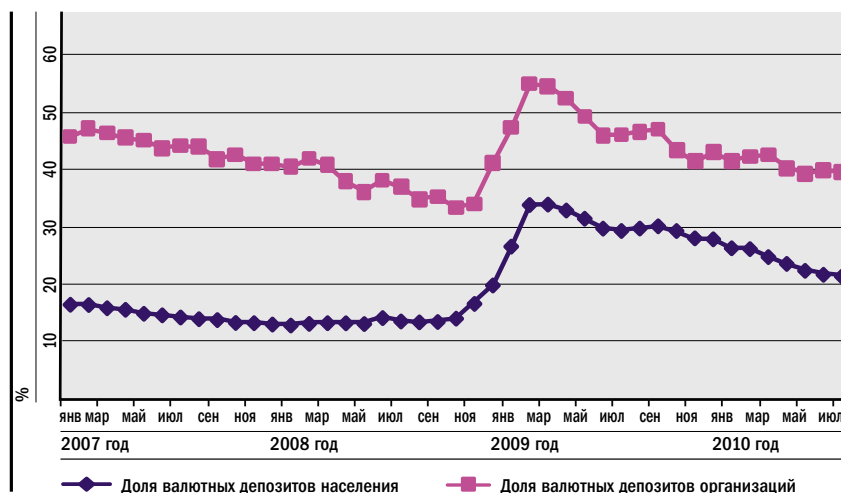
В валютной структуре иностранных требований и обязательств российского банковского сектора доля активов в рублях выросла с 5% в 2003 г. до 17% в I полугодии 2010 г., доля рублевых обязательств — с 11 до 17% (пика в 23% достигала летом 2008 г.)

В структуре внешних займов небанковских корпораций за 2007 г. по валютам платежа на рубль приходилось 19,2%, в I квартале 2010 г. — 33,4%.

III. Совершенствование регулирования и развития инфраструктуры российского финансового рынка

Развитая национальная финансовая инфраструктура является необхо-

Рис. 3. Доля валютных депозитов в общем объеме вкладов населения и организаций, %





димым условием создания МФЦ и продвижения рубля как региональной валюты. Вместе с тем, в этой сфере пока остается много нерешенных задач, среди которых:

- расширение спектра рублевых инструментов, в которые могут вкладывать средства международные инвесторы;
- повышение капитализации и *free float* российского фондового рынка;
- повышение прозрачности и качества корпоративного управления эмитентов, улучшение условий для размещения рублевых облигационных займов;
- реализация выпусков РДР и выхода иностранных ценных бумаг на российский рынок;
- создание Центрального депозитария;
- развитие российской платежно-расчетной системы, активизация расчетов в режиме реального времени (БЭСП), а также создание интерфейса системы БЭСП с международной системой взаимосвязанных расчетов *CLS*⁹, как запланировано в «Концепции создания международного финансового центра в Российской Федерации»¹⁰.

Существенным условием успешности МФЦ является независимый международно-признаваемый финансовый суд. Это необходимо для привлечения всех категорий международных инвесторов, в том числе консервативных. Так, в МФЦ Дубай судопроизводство ведется по английскому праву и выведено из национальной юрисдикции.

Недавно Минэкономразвития объявило о планах введения специализированного финансового суда в рамках МФЦ (в АПК будет внесена отдельная глава, посвященная подведомственности споров на финансовом рынке специальному финансовому суду). Вопрос пока обсуждается, но прецедент весьма обнадеживающий.

Не менее важным условием для создания МФЦ является наличие полноценной и отвечающей современным требованиям законодательной и нормативной базы по финансовым рынкам. Важным шагом в этом направлении стало подписание Президентом закона «О противодействии



неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком». На повестке дня — принятие законов о Центральном депозитарии, клиринге, биржевой деятельности и др.

Группа ММВБ, как центральное звено российской финансовой инфраструктуры, активно работает в направлении повышения качества и расширения спектра услуг. Планируемый в среднесрочной перспективе переход к режиму «свободного плавания» российской валюты приведет к более широкому использованию рубля, что в свою очередь потребует совершенствования систем управления рисками участников рынка и организаторов торговли.

Вместе с тем, участники валютного рынка ММВБ уже более двух лет имеют возможность совершать сделки с центральным контрагентом, в то время как для мирового ОТС рынка *Forex* это еще обсуждаемая рекомендация. В настоящее время Группа ММВБ работает над адаптацией заключения сделок с центральным контрагентом, успешно апробированных на валютном рынке, к биржевым операциям на других рынках.

В рамках формирования МФЦ важна доступность информации об услугах российской инфраструктуры для заключения сделок нерезидентами.

Сейчас создается расширенное англоязычное интернет-представительство Группы ММВБ.

Группа ММВБ развивается и в качестве базового элемента посттрейдинговой инфраструктуры МФЦ: происходит слияние НДЦ и РП ММВБ с целью создания высококапитализированного «Национального расчетного депозитария», способного выполнять функции Центрального депозитария.

Одновременно расширяется инструментарий российского фондового рынка: появились режимы торгов и инструменты для квалифицированных инвесторов, правила листинга были усовершенствованы для определения и обращения дефолтных облигаций, создан новый биржевой сектор «Рынок инноваций и инвестиций» (РИИ).

Создание МФЦ и становления рубля в качестве региональной валюты не должно являться самоцелью. Достижение этих позиций — это, в определенном смысле, аналог высшего балла, поставленного международным сообществом политике российских денежных властей, уровню развития экономики, надежности банковской системы и привлекательности российского финансового рынка. Стремление получить наилучшую оценку — похвально, теперь «дело за малым» — усиленно и планомерно работать, чтобы достичь этих амбициозных целей. ■

⁹ В настоящее время список *CLS* содержит 17 основных валют, последними из которых были включены израильский шекель и мексиканский песо.

¹⁰ Проект Концепции создания международного финансового центра в Российской Федерации и план по ее реализации, 9 февраля 2009 г.



Ирина Гольцева

Начальник Отдела корпоративного финансирования
компании «ОЭЗ-эксперт СПб»



Иннокентий Дементьев

Ведущий инвестиционный аналитик
компании «ОЭЗ-эксперт СПб»



ПРИВЛЕЧЕНИЕ ИНВЕСТИЦИЙ В МАЛЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ПРЕДПРИЯТИЯ С ПОМОЩЬЮ БИРЖЕВЫХ МЕХАНИЗМОВ

Прежде всего, хотелось бы отметить, что под малым инновационным предприятием (МИП) мы будем понимать компанию, по количественным критериям (объему выручки, численности сотрудников и др.) отвечающую признакам малого бизнеса, занимающуюся созданием, освоением, распространением и внедрением технологических инноваций (продуктовых и процессных). Как любые предприятия, МИП сталкиваются с необходимостью привлечения внешнего финансирования, одной из форм которого является вклад инвесторов в капитал компании. В качестве потенциального объекта для инвестирования, МИП имеют ряд особенностей, возникающих вследствие инновационной направленности их деятельности. Рассмотрим эти особенности подробнее.

Во-первых, развитие малых инновационных компаний с трудом поддается прогнозированию. Их деятельность связана с реализацией одного или нескольких инновационных проектов, а потому требует периодической переоценки и пересмотра на различных этапах инновационного процесса и в многочисленных контрольных точках, называемых *milestones*. Альтернативность и многовариантность решений в деятельности МИП предполагают сложность ее прогнозирования. Оценка будущей конкурентоспособности компании и ее рыночных позиций, как правило, носит умозрительный и вероятностный характер.

Во-вторых, для МИП характерна высокая рентабельность инвестиций при длительном сроке окупаемости. При создании инновационного продукта требуется завершение исследований и опытных работ (*R&D*), прохождение этапа

опытного производства и др., что увеличивает сроки окупаемости. В то же время, отдача на вложенный рубль средств инвестора в успешном МИП значительно выше, чем при инвестировании в традиционные активы. Такая статистика характерна для развитых экономик Европы, США и Японии, где успешный технологический стартап является примером и эталоном удачного вложения капитала. В России же, до последнего времени, активности инвесторов по отношению к высокотехнологичным производствам (особенно на ранних стадиях развития) не наблюдалось.

В-третьих, вложения в МИП связаны с более значительными техническими и коммерческими рисками. Если для традиционного бизнеса техническим риском является, например, возможность поломки производственной линии и срыва поставок продукции потребителям,

то в инновационном бизнесе запланированный продукт может быть попросту не разработан (например, в ходе НИОКР достижение запланированных параметров оказалось невозможным). Что касается коммерческих рисков, то конкуренция в научно-технической сфере имеет свою специфику: она более жесткая, в ней могут быть применены приемы патентного блокирования, переманивания носителей ноу-хау, попытки копирования проектов через различные источники.

В-четвертых, в последнее время инновационные предприятия стали приоритетными субъектами государственной поддержки. На федеральном и региональном уровнях реализуется ряд программ содействия инновационной деятельности, в частности прямой и косвенной поддержки МИП. Таким образом, некоторые риски деятельности МИП могут быть хеджированы за счет эффектив-



ного использования предприятием возможностей государственной поддержки. Инвесторы также могут пользоваться определенными преференциями.

И, наконец, существует особый подход к критериям успешности МИП. Известно, что для бизнеса в традиционных секторах — строительном, производственном, финансовом, главным (и часто единственным) критерием успеха выступают финансовые показатели. Для оценки инвестором компании технико-внедренческого типа, не менее важными критериями являются: уровень научной новизны разработки, степень завершенности НИОКР, патентная чистота, уровень защиты интеллектуальной собственности, соответствие деятельности текущим приоритетным направлениям технологий в стране, адекватность бизнес-модели по коммерциализации внедряемого новшества.

Специализация компании «ОЭЗ-эксперт СПб» — консалтинговые услуги для инновационных компаний. В зависимости от этапа развития, на котором находится наш клиент, мы предлагаем ему различные услуги: от так называемой «упаковки» инновационных проектов, доведения идей до стадии коммерциализации, до сопровождения их размещения на ФБ ММВБ в Секторе Инновационных и растущих компаний (ИРК).

По опыту мы знаем, что большинству МИП приходится отказываться от долгового финансирования в силу двух основных причин: непомерно высокие ставки практически во всех кредитных учреждениях России и труднодостижимые условия получения заемных средств. В связи с этим даже стабильные и коммерчески успешные инновационно-ориентированные компании, начиная реализацию какого-либо проекта, следуя общемировой практике, прибегают к помощи венчурных фондов, фондов прямых инвестиций или идут на биржу, в частности в сектор ИРК ФБ ММВБ. Основные трудности, возникающие у нас в процессе работы с потенциальными эмитентами, связаны с психологической неготовностью собственников бизнеса расстаться с частью своего дела, даже если они сами инициировали процесс подготовки к IPO. Причем, если в случае, например, с фондом прямых инвестиций потенциальный совладелец долей или акций компании известен, то при размещении и обращении акций на бирже такой определенности нет, как нет представления о планах

потенциальных покупателей по отношению к бизнесу, и это пугает собственников. У консультантов по размещению, помимо основной задачи по обеспечению эффективной продажи, появляется новая, и не менее важная — защитить акционеров от всех возможных проблем, в том числе от недружественного поглощения или от непрофессионального вмешательства в основную деятельность компании со стороны. В то же время появляется необходимость заранее защитить интересы инвесторов — потенциальных акционеров, обеспечив им право голоса.

Следует отметить тот факт, что в начале своего пути к размещению большинство МИП являются обществами с ограниченной ответственностью, а это значит, что им предстоит реорганизация. Во многом, она сама по себе может принести пользу фирме: способствовать оптимизации бизнес-процессов, выстраиванию эффективной структуры управления и контроля, неизбежному получению новых знаний сотрудниками эмитента, занятыми в процессе подготовки. Кроме того, не секрет, что с точки зрения законодательства, открытое акционерное общество и его акционеры защищены лучше, чем участники ООО. Благодаря наличию в составе вновь образованного Совета директоров так называемых независимых директоров (а это является обязательным требованием биржи, предъявляемым к эмитентам), один из которых может отвечать, например, за аудит общества, акционеры застрахованы от внутренних рисков, связанных с неэффективным управлением компанией. Одним из самых важных результатов процесса подготовки к IPO, на наш взгляд, может стать выстраивание клиентом собственной долгосрочной стратегии. Ведь в процессе размещения компании неизбежно приходится доказывать потенциальным инвесторам свою способность расти и развиваться, используя различные источники капитала и возможности расширения бизнеса. Особо стоит подчеркнуть, что предубеждение некоторых собственников инновационного бизнеса относительно недоступности биржевых механизмов и невозможности дорого продать часть компании, направив выручку от продажи на развитие проектов, реструктуризацию кредитной задолженности и других целей, не вполне обоснованно. Напротив, преимущество инновационно-ориентированных компаний по сравнению с другими

состоит в том, что инвесторы порой покупают не столько текущий бизнес и долю в массе активов эмитента, сколько возможность оказаться на особом рынке, который через несколько лет вырастет в десятки раз, или получить опцион на владение уникальной технологией, которую развивает эмитент.

Итак, если описать процесс подготовки к привлечению финансирования с использованием биржевых механизмов, то получится, что есть несколько основных этапов, которые проходит большинство эмитентов, относящихся к категории МИП: принятие решения всеми собственниками бизнеса о выходе на биржу; выбор и предварительные переговоры с основными консультантами и партнерами (такими как, например, организатор размещения, листинговый агент, надежный регистратор), от которых во многом зависит успех всего мероприятия; реорганизация из ООО в ОАО с учетом планов и интересов собственников и самого предприятия; определение схемы размещения; совместная работа всех консультантов и руководства компании над имиджем, узнаваемостью, оптимизацией бизнес-процессов и повышением привлекательности бизнеса; выход на биржу и продажа части акций; дальнейшее поддержание ликвидности ценных бумаг и эффективности бизнеса, реализация намеченных планов с использованием привлеченных средств. Разумеется, эта схема описывает процесс размещения в общих чертах. Следует помнить и о других инструментах биржи, таких как, например, Режим переговорных сделок, который облегчает задачу компаниям, которые по каким-то причинам не готовы к полноценному IPO, но стремятся к открытости и увеличению капитализации.

Хочется надеяться, что привлечение финансирования через размещение акций и использование других современных возможностей, связанных с биржевыми механизмами в ближайшее время получит более широкое распространение среди российских инновационных компаний. Мы уверены, что это не только повысит уровень прозрачности и инновационности экономики в целом, но и позволит менеджменту и собственникам освоить современные способы эффективного управления денежными потоками и планами отдельных компаний, получить доступ к новым финансовым ресурсам и научиться находить общий язык с разными категориями инвесторов. ■

ОБЛИГАЦИОННЫЕ ЗАЙМЫ — ИНСТРУМЕНТ ФИНАНСИРОВАНИЯ СТРОИТЕЛЬНЫХ ПРОЕКТОВ

С 8 по 10 сентября в Санкт-Петербурге прошел IV Международный инвестиционный форум *PROEstate 2010* — крупнейшее мероприятие по недвижимости в Центральной и Восточной Европе. Организаторами выступили Гильдия управляющих и девелоперов, Правительство Санкт-Петербурга, Министерство регионального развития и Министерство экономического развития РФ.

Санкт-Петербург становится международной выставочной и дискуссионной площадкой. Город постепенно превращается в международный деловой центр: «Петербургский международный экономический форум 2010», «XIX Международный Банковский Конгресс», «IV Международный Инвестиционный Форум «Инвестиционный Петербург-2010», «III Ежегодный Инвестиционный Форум Бизнес-Лидеров «Инновации для бизнеса», Выставка Российский фермер, «III Петербургский международный инновационный форум». Это не полный перечень значимых мероприятий международного уровня в Петербурге в 2010 г.

Региональный Биржевой Центр (РБЦ) «ММВБ — Север-Запад» от лица Группы ММВБ активно интегрируется в жизнь инвестиционно-банковского сообщества региона, принимая участие как спонсор, партнер, организатор круглых столов в рамках перечисленных форумов, а также как участник панельных дискуссии и выставок.

В этом году число участников *PROEstate 2010* превысило 2000 человек. В работе форума приняли участие делегации из 40 российских регионов и 30 зарубежных государств. Обсуждались вопросы, без решения которых, невозможно представить развитие рынка недвижимости и строительного комплекса России. В рамках *PROEstate 2010* прошла крупнейшая выставка проектов и услуг в сфере недвижимости России и стран СНГ,

состоялся открытый аукцион по продаже объектов недвижимости, первый в России конкурс по экодевелопменту *Green Awards*, российский этап Международного конкурса *FIABCI*, заседание *Investors Club* и другие мероприятия. Особенно важно, что форум стал своеобразным мостом между европейскими странами и российскими регионами. С этой точки зрения *PROEstate 2010* является, пожалуй, самой перспективной площадкой. В выставочной части форума участвовали регионы, являющиеся крупными промышленными центрами России. Например, Пермь, входящая в топ-рейтинги среди российских городов по комфортности проживания, представила свыше 20 инвестиционных проектов. Помимо прочего, пермяки выставили на рассмотрение потенциальных инвесторов возможность строительства аквапарка, многофункционального спортивного комплекса олимпийского резерва и нескольких концессионных проектов. Омск привез 18 перспективных проектов в сфере недвижимости на различных стадиях реализации. Среди наиболее интересных — проект комплексного освоения, приуроченный к 300-летию юбилею города и включающий в себя тематический парк развлечений и различные коммерческие объекты. Тверь представила развитие своего промышленного потенциала, выставив на форум *PROEstate 2010* проекты по созданию промзоны «Боровлево», технопарка «Волок», «Кимры», «Нелидово» и производственной площадки «Торжок-Семеновское».

Одним из проектов, представленных Петербургом, стал план создания «Набережной Европы», который предполагает строительство многофункционального инфраструктурного комплекса на набережной Невы и Дворца танцев Бориса Эйфмана. В комплекс войдут гостиница категории «пять звезд», элитное жилье, офисы и торговый центр. Основным элементом проекта

станет пешеходная набережная Невы на отрезке между Биржевым и Тучковым мостами. Место будущего строительства комплекса оказалось последним пропущенным звеном на набережной Невы. Реализация проекта рассчитана до 2016 г.

На форуме было представлено и множество других планов городского девелопмента, которые действительно могли бы быть эффективно реализованы. Однако девелоперы не всегда рассматривают в качестве привлечения инвестиций использование биржевых механизмов. Зачастую девелоперы идут по традиционному пути привлечения финансирования через банки и ипотечное кредитование. Но после кризиса эти схемы не всегда себя оправдывают. Несмотря на то, что петербургский рынок недвижимости заметно пострадал от кризиса, потенциал для его развития остается на высоком уровне. Петербургу следует капитализировать свое уникальное положение как в географическом, так и в историческом, политическом контекстах, консолидировать положительный опыт проектного финансирования, в частности, использовать опыт выхода петербургских строительных компаний на открытый рынок для привлечения инвестиций через инструменты облигационных займов. Компании строительного сектора Санкт-Петербурга имеют хорошую историю в использовании облигационных займов как инструмента финансирования своих проектов и продолжают демонстрировать открытость для инвесторов. Из последних примеров — Группа ЛСР (ОАО) на ФБ ММВБ 14 сентября 2010 г. успешно разместила биржевые облигации объемом 2 млрд рублей. А ССМО ЛенСпецСМУ планирует выпуск облигаций на 3 млрд рублей в самое ближайшее время.

Обзор подготовила Елена Семькина,
советник Президента Группы ММВБ,
Директор филиала «НДЦ Санкт-Петербург»



**Антон Плетенев**

Макроаналитик ЗАО «Райффайзенбанк»

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК: «ИЗБЫТОЧНАЯ ЛИКВИДНОСТЬ НИКУДА НЕ ИСЧЕЗНЕТ»

В последнее время некоторые аналитики высказывают мнение, что в связи с активными внутренними заимствованиями Минфина, а также не слишком позитивной ситуацией на валютном рынке, в 2011 году избыточная банковская ликвидность может исчезнуть, и краткосрочные ставки начнут расти. Мы решили проверить, насколько обоснованы такие опасения.

Сначала опишем вводные условия наших расчетов:

- Избыточная ликвидность банковской системы (ОБР плюс большая часть депозитов) сейчас находится на уровне 1,3 трлн руб.
- Объем Резервного фонда составляет 1,22 трлн руб.
- Еще около 0,7 трлн руб., по нашим оценкам, Минфин может потратить с единого счета казначейства. Фактически это те средства, которые были конвертированы из Резервного фонда, но еще не израсходованы.
- Предельный объем чистых внутренних заимствований на 2010 г. установлен на уровне 0,9 трлн руб. (на 22 сентября реализовано около 0,3 трлн руб.), на 2011 г. – 1,5 трлн руб. (валовой выпуск ОФЗ 1,7 трлн руб.), внешних – 0,3 и 0,1 трлн руб., соответственно.

Мы попытались смоделировать ситуацию, при которой к середине 2011 г. в банковской системе не останется избыточной ликвидности. И вот какие предпосылки у нас получились:

- Бюджет 2010 и 2011 гг. будет выполняться значительно лучше, чем планирует Минфин, при этом программа заимствований будет реализована в полном объеме.
- В результате, объем Резервного фон-

да останется на текущем уровне, хотя избыточные средства со счета казначейства будут тратиться. Кроме того, в связи с неравномерностью расходования средств, в первой половине 2011 г. образуется временный профицит бюджета в размере 0,3 трлн руб.

- Программа заимствований будет осуществляться равномерно, таким образом, в первой половине 2011 г. чистые внутренние заимствования составят 0,75 трлн руб., внешние – 0,05 трлн руб.
- За рассматриваемый период произойдет серьезный отток капитала, который перекроет сальдо текущего счета, ЦБ продаст 10 млрд долл. (около 300 млрд руб.).
- Темпы роста наличной рублевой массы остаются на текущем уровне — 20% в год. В результате из банковской системы за октябрь 2010 — июнь 2011 гг. будет изъято около 1 трлн руб. (электронные деньги превратятся в бумажные).

Описанный выше сценарий предполагает, что бюджетный навес в конце 2010 г. не приведет к серьезному росту ликвидности, так как он будет в большой степени профинансирован за счет размещения ОФЗ. Кроме того, в первой половине 2011 г. за счет профици-

та бюджета и внутренних заимствований Минфина банковская система лишится 1 трлн руб., которые временно осядут на едином счете казначейства.

Таким образом, избыточная банковская ликвидность на конец первой половины 2011 г. будет равна текущему уровню ликвидности, плюс средства казначейства, минус профицит бюджета в первой половине 2011 г., минус внутренние заимствования в первой половине 2011 г., минус продажи валюты ЦБ и минус наличная валюта = $1,3 + 0,7 - 0,3 - 0,75 - 0,3 - 1,0 = -0,35$ трлн руб.

Безусловно, описанные выше предпосылки не включают всех возможных негативных факторов для ликвидности. Так, мы не рассматриваем возможности нерационального поведения самих банков, например, если они вовремя не заметят снижение ликвидности и «зависнут» в ОБР, или начнут массово возвращать субординированные кредиты ЦБ и ВЭБа, что приведет к дефициту рублевых средств. Но в целом наш сценарий, хоть и достаточно грубо, но описывает все те риски для ликвидности, которые можно вывести из двух утверждений: «Минфин будет активно занимать на внутреннем рынке» и «ситуация на валютном рынке ухудшается».

Необходимо заметить, что даже в рассмотренном нами негативном сце-

нарии предполагается, что во втором полугодии 2011 г. избыточная ликвидность вновь появится на денежном рынке, так как в этот период Минфин начнет активно тратить привлеченные ранее средства. Более того, невооруженным взглядом можно увидеть, насколько несостоятельны некоторые из перечисленных выше предпосылок и как низка вероятность их одновременной реализации.

Перечислим наши главные возражения против описанного выше сценария:

- Исходя из прошлого опыта и здравого смысла, маловероятно, что в первом полугодии 2011 г. Минфин разместит половину запланированного объема ОФЗ в ситуации, когда эти деньги ему не нужны.
- Даже если подобное произойдет, то, скорее всего, Минфин будет активно размещать лишние средства на депозитах банков. Для них это не слишком дешевый ресурс, однако и не очень дорогой. Так, в сентябре Минфин размещал трехмесячные деньги под 4,4%, что на 40 б.п. выше, чем доходность ОБР.
- Несмотря на очень удачные аукционы ОФЗ в сентябре (120 млрд руб. за 22 дня) нам все же представляется ма-

ловероятным успешное размещение госбумаг на 1,7 трлн руб. в 2011 г. Если Минфин реально задается целью привлечь столь значительный объем средств, то ему придется искать их у нерезидентов, а в этом случае оттока рублевой ликвидности не произойдет.

- Исполнение бюджета значительно лучше прогнозов Минфина означает неожиданное увеличение доходов, так как очевидно, что расходы в предвыборный год сокращаться точно не будут. В России такая удача, прежде всего, может быть связана с ростом цен на нефть, а это ведет к дополнительному притоку долларов и улучшению ситуации на валютном рынке.
- В целом мы не верим в слишком оптимистичный сценарий для валютного рынка в среднесрочной перспективе. Безусловно, происходящее сейчас с бивалютной корзиной является для нас сюрпризом. Мы не ожидали, что она так долго будет находиться в зоне плановых продаж ЦБ. Однако мы видим основную причину этого в том, что объем этих продаж оказался ниже наших оценок. А это означает лишь, что ожидаемая нами нормализация ситуации произойдет чуть позже.

Таким образом, придуманный нами сценарий скорого исчерпания избыточной ликвидности является маловероятным. Для его осуществления нам пришлось заложить слишком много нереалистичных предпосылок, которые, в дополнение ко всему, не очень хорошо стыкуются друг с другом. Однако главная причина такой несостоятельности в том, что безосновательны сами опасения по поводу влияния долговой политики на денежный рынок, ведь заимствования Минфина на внутреннем рынке для финансирования дефицита (в отличие от докризисных лет, когда эти средства фактически поступали в Резервный фонд) не ведут к перманентному изъятию ликвидности.

Более вероятным нам кажется сценарий, при котором:

- а) Резервный фонд будет медленно, но все же тратиться, и к концу 2011 г. будет исчерпан;
- б) ЦБ продолжит покупать валюту, объем интервенций в следующем году вряд ли будет меньше 30 млрд долл.

В этом случае уровень избыточной ликвидности к середине 2011 г. если и сократится, то незначительно. В такой ситуации краткосрочные ставки денежного рынка будут большую часть года находиться на уровне ставок по депозитам ЦБ. ■



Группа ММВБ информирует о кадровых назначениях

Совет Директоров ЗАО ММВБ избрал в состав Правления ММВБ Екатерину Новокрещеных, Марину Медведеву и Юрия Денисова.

Екатерина Новокрещеных будет курировать деятельность Клиентского центра, отвечать за вопросы формирования клиентской политики, организацию взаимодействия с клиентами, продвижение продуктов и услуг. Помимо этого, в сферу ее ответственности будут входить сделки слияний-поглощений в рамках корпоративного развития Группы ММВБ. «Сейчас на бирже формируется амбициозная, профессиональная команда, стать частью которой — большая честь. Отношения с клиентами для инфраструктурных организаций являются ключевым направлением деятельности. Вот почему возглавить именно клиентскую работу ММВБ для меня не только вызов, но и большая ответственность», — подчеркнула Екатерина Новокрещеных.

В свою очередь, Марина Медведева, которая приступила к своим обязанностям 28 сентября, будет отвечать за вопросы управления и развития рынков ММВБ, в том числе рынка государственных ценных бумаг, фондового, срочного и валютного. По ее словам, дальнейшее развитие и совершенствование рынков, сохранение лидирующих позиций ММВБ в нашей стране должны стать основой для формирования МФЦ и способствовать тому, чтобы российский организованный рынок стал неотъемлемой частью глобальной экономики.

Юрий Денисов, который в рамках Группы ММВБ будет отвечать за вопросы управления рисками и казначейской деятельности, а также курировать деятельность НКЦ, комментируя свое избрание, отметил: «Наши клиенты хотят более современную финансовую инфраструктуру. В этой связи тема центрального контрагента и риск-менеджмента выходит на первый план».

Приветствуя приход на биржу новых сотрудников, Президент ЗАО ММВБ Рубен Аганбегян заявил: «ММВБ удалось привлечь в свои ряды профессионалов высокого уровня. Уверен, что их бога-

тый управленческий опыт и глубокие профессиональные знания будут иметь первостепенное значение как для укрепления лидерских позиций ММВБ, так и утверждения Москвы в качестве Международного финансового центра».

ФБ ММВБ ввела в действие новую редакцию Правил листинга

Фондовая биржа ММВБ с 18 октября 2010 г. ввела в действие новую редакцию Правил листинга, допуска к размещению и обращению ценных бумаг в ЗАО «ФБ ММВБ», которые 30 сентября 2010 г. были зарегистрированы ФСФР России. Новая редакция Правил листинга предоставляет возможность допуска к размещению и торгам иностранных ценных бумаг в ЗАО «ФБ ММВБ», позволяет модернизировать технологию и порядок документооборота между эмитентами и Биржей, сокращает сроки принятия решений по допуску ценных бумаг к торгам.

По словам Президента ЗАО ММВБ Рубена Аганбегяна, новации листинга дают новые возможности эмитентам ценных бумаг и участникам рынка, снижают время и трудозатраты компаний при взаимодействии с Биржей, повышают качество оценки ценных бумаг эмитентов. «Внедрение новых правил — первый шаг на пути упрощения процедуры допуска ценных бумаг на биржу. Мы готовы пойти дальше, последовательно приводя систему листинга в соответствие с международными стандартами. Это большая работа, которая должна быть сделана совместно с участниками рынка и при поддержке регулятора. Наша цель — организовать удобный выход компаний-эмитентов на российский фондовый рынок, что будет способствовать созданию в России Международного финансового центра», — отметил Президент ЗАО ММВБ.

ММВБ запустила ряд дополнительных сервисов в рамках проекта «Модификация РЕПО»

Группа ММВБ запустила с 13 сентября 2010 г. ряд дополнительных сервисов в рамках проекта «Модификация РЕПО». Участникам клиринга на фондовом рынке ММВБ предоставляется возможность исполнения обязательств и

проведения расчетов в рублях по сделкам в режимах РЕПО и РПС с оптимизацией платежей и ускорением получения необходимых средств. Новая технология предполагает возможность включения в срочный отчет на исполнение нескольких сделок и компенсационных взносов в денежных средствах и ценных бумагах (до этого в срочный отчет на исполнение можно было включить только одну сделку). Это позволяет проинвестировать встречных однородных обязательств и требований участника клиринга по всем сделкам и компенсационным взносам, включенным в срочный отчет на исполнение, и немедленно отправить на исполнение в РП ММВБ и НДЦ итоговые обязательства/требования. Такая возможность сочетает преимущества многостороннего клиринга, позволяющего снижать затраты участников клиринга за счет неттинга встречных однородных обязательств и требований, и незамедлительных расчетов в ходе торгового дня.

Реализованный механизм «Cross-currency РЕПО» позволит участникам торгов заключать сделки с еврооблигациями с расчетами в рублях в режимах торгов «РЕПО с Банком России: Аукцион РЕПО» и «РЕПО с Банком России: фикс. ставка». При этом торги еврооблигациями в режимах торгов за иностранную валюту не прекращаются. В рамках Cross-currency РЕПО реализована технология расчета параметров сделок РЕПО по отдельным ценным бумагам с использованием формул, аналогичных используемым на внебиржевом рынке и не учитывающих промежуточный расчет цены по 1 и 2 частям сделки РЕПО. Для реализации данных нововведений в правила осуществления клиринговой деятельности ЗАО ММВБ на рынке ценных бумаг и правила проведения торгов по ценным бумагам в ЗАО «ФБ ММВБ» были внесены соответствующие изменения. Новые редакции правил клиринга и правил торгов вступили в силу с 13 сентября 2010 г.

ММВБ запустила в эксплуатацию Электронную торговую площадку «ГОСЗАКУПКИ»

С 1 октября 2010 г. приступила к полномасштабному функционированию Электронная торговая площадка ММВБ «ГОСЗАКУПКИ». Оператор Элек-





Состоялся футбольный матч между сборными Банка России и ММВБ

Ежегодный товарищеский Матч памяти Андрея Козлова состоялся 15 сентября на футбольном поле стадиона «Спартак» в Москве. Первый заместитель Председателя Банка России Андрей Козлов был убит 13 сентября 2006 года на ступенях спортивного комплекса «Спартак». В память об этом выдающемся человеке его коллеги и товарищи по футбольной команде проводят ежегодно в сентябре Матч памяти. В этом году переходящий кубок «ЗА ВОЛЮ К ПОБЕДЕ в память А. А. Козлова» завоевала сборная Банка России, победившая ММВБ со счетом 3:1



тронной торговой площадки ММВБ — ЗАО «ММВБ-Информационные Технологии», входящая в состав Группы ММВБ и основной сферой деятельности которой является выполнение крупных транзакционных программных проектов для обеспечения функционирования финансовых рынков. С целью обеспечения максимального комфорта пользователей Электронная торговая площадка ММВБ доступна как в полномасштабном торговом режиме (<http://www.etp-micex.ru>), так и в демонстрационно-обучающей версии (<http://auction.micex-pfo.ru>). Для работы на электронной площадке ЭТП ММВБ «Госзакупки» все организаторы и участники открытых аукционов в электронной форме должны получить электронную цифровую подпись (ЭЦП). В режиме учебной версии (<http://auction.micex-pfo.ru>) для прохождения процедуры регистрации заказчику, уполномоченному органу, участнику размещения заказа необходимо сгенерировать на сайте тестовую ЭЦП.

Стартовал Кубок по трейдингу на срочном рынке ММВБ

20 сентября при поддержке ведущих брокерских компаний и СМИ стартовал Кубок ММВБ по трейдингу на срочном рынке. Ожидаемое количество участников — более 200. Имена победителей в основной и специальных номинациях станут известны в финальный день Кубка, 17 декабря 2010 г. Главный приз — 1 млн руб. Специальный приз от компании *IT-Invest*, одного из партнеров Кубка ММВБ, для своих клиентов — мотоцикл *Harley-Davidson*. Также предусмотрены дополнительные призы и ежемесячная лотерея для активных участников.

НОВОСТИ МАБ СНГ

По итогам сентября объем электронных торгов с иностранными валютами на BVVB составил 31,4 млн долл.

Общий объем торгов валютной секции Бакинской межбанковской валют-

ной биржи в сентябре составил эквивалент 31,4 млн долл. В сравнении с показателями августа, в отчетном месяце общий объем торгов в валютной секции упал в 1,9 раза. Среднедневной оборот в биржевой электронной системе торгов по *USD/AZN* достиг примерно 1,6 млн долл, тогда как средний объем каждой сделки составил 1,4 млн долл. Всего в Биржевой Электронной Системе Торгов (БЭСТ) проведено 40 торговых сессий и зарегистрировано 22 сделки. В торгах валютной секции приняли участие 6 банков.

KASE приняло комплекс мер по повышению привлекательности рынка IPO

Казахстанская фондовая биржа (KASE) повышает привлекательность своего рынка для компаний, которые планируют прохождение листинга на KASE с целью проведения IPO. С 25 августа 2010 г. предусмотрено освобождение от уплаты вступительного и первого ежегодного листинговых сборов для



компаний, которые включают свои акции в официальный список KASE с целью проведения IPO, при условии того, что размещаемые акции включаются в официальный список KASE впервые с целью проведения IPO; размещение акций осуществляется на KASE одним из методов открытых торгов; объем привлечения по результатам IPO, на которое отводится шесть календарных месяцев с даты вступления в силу решения Листинговой комиссии о включении данных акций в официальный список, должен составлять не менее эквивалента 1 000 000 МРП; при проведении IPO размещаемые акции должны купить не менее 50 инвесторов; по итогам IPO количество акций в свободном обращении должно составить не менее 10% от общего количества размещенных акций листинговой компании, выступившей инициатором IPO (за исключением акций, выкупленных эмитентом, обремененных или заблокированных).

Кроме того, KASE взяла на себя обязательство по оказанию расширенной информационной поддержки листинговым компаниям при проведении ими IPO на KASE, которая включает организацию и проведение презентации эмитента размещаемых акций перед представителями заинтересованных лиц, за исключением СМИ; организацию и проведение брифинга для представителей СМИ с участием представителей KASE, эмитента размещаемых акций и/или его финансового консультанта; создание ссылки на веб-сайте KASE в разделе «События» и размещение под ней информации и материалов о проводимых на KASE мероприятиях, посвященных IPO (например, презентации эмитента, брифинга для СМИ и прочего), с выпуском новости сайта по каждой публикации; анонсирование специализированных торгов по размещению акций на KASE через выпуск соответствующей новости KASE не чаще двух раз в неделю на протяжении месяца и накануне каждых специализированных торгов; выпуск специальных материалов об эмитенте размещаемых акций в виде новостей KASE в течение всего рабочего дня или оговоренного его периода с определенным временным интервалом; публикация маркетинговых материалов эмитента размещаемых акций на страницах раздела «Эмитенты» веб-сайта KASE, посвященных данному эмитенту, с анонсированием каж-

дой публикации в новостях KASE; размещение рекламного баннера эмитента на веб-сайте KASE со ссылкой на согласованный контент или страницу в Интернете.

РФБ «Тошкент» изменила правила проведения торгов

В связи с утверждением изменений и дополнений в Правила биржевой торговли с ценными бумагами на Республиканской фондовой бирже «Тошкент» по решению Наблюдательного Совета, а также по согласованию с Центром по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг и с Общим собранием Членов Биржи, введены в действие изменения и дополнения в Правила биржевой торговли с ценными бумагами на Республиканской фондовой бирже «Тошкент» с 13 сентября 2010 года. Правила опубликованы на сайте биржи.

УзРТСБ создал еще одну торговую площадку в Китае

Узбекская республиканская товарно-сырьевая биржа (УзРТСБ) проводит последовательную работу по расширению собственной торговой инфраструктуры во всех регионах республики и за рубежом путем создания удаленных торговых площадок, подключенных к Единой электронной системе биржевых торгов Узбекской Республиканской товарно-сырьевой биржи. В рамках этой работы, в городе Куйтун (КНР, СУАР) была создана очередная торговая площадка УзРТСБ, о чем китайскими партнерами биржи было официально сообщено 1 сентября 2010 г. Учредителями ЕАМТТЦ в городе Куйтун выступили три крупные китайские компании — нефтехимическая компания «Сянь Ши», Сяньдзинская группа по материально-техническому обеспечению сельхозпроизводителей «Нун Цзяле» и одна из местных IT-компаний. Официальное название новой торговой площадки в городе Куйтун — «Евро-Азиатский международный товарно-торговый центр» (ЕАМТТЦ).

Помимо собственно деятельности, связанной с биржевой торговлей (экспортно-импортные операции), ЕАМТТЦ намерен оказывать услуги, предпринимателям Китая и Узбекистана по бизнес-консультированию раз-

личных аспектов работы на китайском и узбекском рынках, логистике, а также по информационному обеспечению бизнеса. Лицензию на использование программного комплекса УзРТСБ по организации электронной биржевой торговли на спотовом и фьючерсном рынках приобрела компания «Сянь Ши». Это позволит китайской торговой площадке УзРТСБ напрямую подключаться к Единой системе электронных биржевых торгов и проводить на биржевом рынке экспортно-импортные сделки.

Вступили в силу изменения свода правил ЦДЦБ Республики Казахстан

Утвержденные решением Совета директоров Центрального депозитария ценных бумаг Республики Казахстан (ЦДЦБ) 11 июня 2010 г. изменения и дополнения в Свод правил Центрального депозитария 7 и 13 сентября 2010 г. были согласованы с Агентством Республики Казахстан по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций. Изменения и дополнения вводятся в действие с 1 октября 2010 г. В Свод правил Центрального депозитария включены Правила осуществления депозитарной деятельности и иной деятельности в отношении муниципальных облигаций, которые вводятся в действие с 17 сентября 2010 г. Также Решением Совета директоров ЦДЦБ 27 августа 2010 г. утвержден Операционный регламент Центрального депозитария, который вводится в действие с 1 октября 2010 г. ■

