



ТЕМА НОМЕРА:

**НАЧАЛО ТОРГОВ ВАЛЮТНОЙ ПАРОЙ  
КИТАЙСКИЙ ЮАНЬ/РОССИЙСКИЙ  
РУБЛЬ НА ММВБ**

**12** (84)

декабрь / 2010

**В секторе РИИ ФБ ММВБ  
прошло IPO ОАО «Фармсинтез»**

**6**



**Рынок слияний и поглощений  
(январь-сентябрь 2010)**

**9**



**Дефолт 1918 года  
и его социально-экономические  
последствия**

**14**





## Биржевое обозрение № 12 (84) 2010

### ЗАО ММВБ

125009 Москва,  
Большой Кисловский переулок, 13  
Тел.: (495) 234-48-07  
Факс: (495) 202-95-17  
Эл. почта: tyagay@micex.com  
Интернет:  
<http://www.micex.ru/infocenter/bursereview>

Издатель: ЗАО «Группа «РЦБ»»  
Адрес: 105082 Москва,  
ул. Б. Почтовая, 34, стр. 8  
Почтовый адрес:  
105066, Москва, а/я 170  
Электронная почта: info@rcb.ru  
Телефон: (495) 785-8100  
Цена договорная  
Отпечатано ООО «МедиаГрупп»  
Тираж 4 000 экз.

Точка зрения редакции не всегда совпадает с точкой зрения авторов публикуемых статей. Ответственность за достоверность информации в рекламных объявлениях несут рекламодатели. Все права защищены.

Перепечатка — только по согласованию с ЗАО ММВБ и ЗАО «Группа «РЦБ»».  
Индекс 73346. ISSN 0869-6608

# СОДЕРЖАНИЕ

## НАШИ ПРОЕКТЫ

- 3 **ММВБ начала торги валютной парой китайский юань/российский рубль**

## МНЕНИЕ СПЕЦИАЛИСТА

- |   |   |  |
|---|---|--|
| 6 | <b>Проведение IPO является одним из наиболее эффективных способов финансирования в сфере новых разработок</b> | Председатель совета директоров<br>ОАО «Фармсинтез»<br><b>ДМИТРИЙ Генкин</b>              |
| 8 | <b>Инвесторы ищут привлекательные инвестиционные идеи</b>   | Руководитель Управления корпоративных финансов ЗАО «АЛОР ИНВЕСТ»<br><b>МАКСИМ ДРЕМИН</b> |

## АНАЛИЗ И ТЕНДЕНЦИИ

- 9 **Стабилизация на уровнях Фибоначчи**

## СТРАНИЦЫ ИСТОРИИ

- |    |   |  |
|----|---|--|
| 14 | <b>Декрет 21 января 1918 года (об аннулировании государственных займов) и его социально-экономические последствия</b> | Руководитель Историко-информационного центра ЗАО ММВБ<br><b>ЮРИЙ Голицын</b> |
|----|---|--|

- 17 **НОВОСТИ**

# ММВБ НАЧАЛА ТОРГИ ВАЛЮТНОЙ ПАРОЙ КИТАЙСКИЙ ЮАНЬ/РОССИЙСКИЙ РУБЛЬ



15 декабря на ММВБ состоялись первые торги валютной парой китайский юань/российский рубль (CNY/RUB). По итогам первого торгового дня было заключено 29 сделок на сумму 4,9 млн юаней (22,8 млн руб.). Также с 15 декабря 2010 г. вступили в силу изменения в нормативные документы ЗАО ММВБ и ЗАО АКБ НКЦ, необходимые для начала торгов валютной парой CNY/RUB на биржевом валютном рынке. Необходимые решения были приняты 3 декабря 2010 г. на заседании Правления ЗАО ММВБ, а также на заседании Правления ЗАО АКБ «Национальный Клиринговый Центр».



Запуск первых торгов валютной парой китайский юань/российский рубль

## Предпосылки проекта

28-29 апреля 2010 г. в Ханчжоу (Китай) прошло 11-е заседание Подкомиссии по сотрудничеству в финансовой сфере Российско-Китайской Комиссии по подготовке регулярных встреч глав правительств с участием представителей Банка России и ЗАО ММВБ.

Одним из приоритетных направлений, которое рассматривалось на этом заседании, была организация биржевых торгов национальными валютами на территории России и Китая в целях определения прямого курса юань/рубль, а также обеспечения банков и хозяйствующих субъектов юаневой и рублевой ликвидностью для использования национальных валют России и Китая в трансграничных расчетах.

Этот проект имеет историческое значение мирового масштаба: китайский юань впервые в истории выходит на организованный биржевой рынок за пределами Поднебесной.

## Анкетирование

Первой задачей Группы ММВБ в данном проекте стало изучение потенциального рынка и определение круга банков, заинтересованных в новом валютном инструменте. С целью изучения востребованности биржевого сегмента валютной пары китайский юань/рос-

сийский рубль было проведено анкетирование участников торгов единой торговой сессии (ЕТС) Москвы, Сибири и Дальнего Востока, сводные результаты которого приведены в табл. 1. Опрос показал, что опасения относительно недостаточной ликвидности не подтвердились — есть и продавцы, и покупатели,



Заместитель председателя ЦБ Виктор Мельников и посол КНР Ли Хуэй



и маркет-мейкеры. Также опрос определил возможные объемы торгов, при этом крайние, неадекватные значения отбрасывались.

### Параметры торгов

Торги валютной парой китайский юань/российский рубль проводятся на следующих условиях:

- Банк России не будет предоставлять ликвидность ни на самих торгах, ни для замещения недобросовестного участника. В настоящий момент нет

другой замещающей стороны. Торги валютной парой проходят со 100% предварительного депонированием денежных средств;

- в силу 100% предварительного депонирования для минимизации издержек участников торги проводятся с использованием инструмента *TOD* — с датой валютирования в день проведения торгов;
- время проведения торгов 10:00 — 11:00 (мск). Это время выбрано для концентрации ликвидности и воз-

можности проводить расчеты тем же днем, учитывая разницу во времени;

- лот по инструменту *CNYRUB\_TOD* устанавливается в размере 1 000 китайских юаней;
- ММВБ будет взимать комиссию с участника в объеме 0,005% объема сделки;
- цена заявок по инструменту *CNYRUB\_TOD* определяется с точностью до четвертого знака после запятой за 10 китайских юаней (в соответствии с расчетом курса ЦБ);
- маркет-мейкерами выступают ОАО «Банк ВТБ», ООО «Мой банк», банк «Восточный», АКБ «Банк Китая» (ЭЛОС) и АКБ «Торгово-промышленный банк Китая» (ICBC).

Табл. 1

Количество участников торгов ETC, заинтересованных в торгах валютной пары китайский юань/российский рубль	35
Количество участников торгов ETC, заинтересованных в покупке китайских юаней	33
Количество участников торгов ETC, заинтересованных в продаже китайских юаней	21
Средний возможный ежедневный объем операций по китайским юаням одного участника торгов ETC	260 000 юаней
Примерная оценка количества банков, принимающих участие в торгах на каждой сессии по валютной паре китайский юань/российский рубль	12
Примерный ежедневный оборот на ММВБ по валютной паре китайский юань/российский рубль	3 000 000 юаней
Количество участников торгов ETC, имеющих корреспондентские счета в юанях в китайских банках	11
Количество участников торгов ETC, готовых выступить на торгах валютной парой китайский юань/российский рубль в качестве маркет-мейкеров	5

Табл. 2

Максимальная разница между ценами заявок на покупку и на продажу (спрэд), %	0,3%
Период времени в ходе торговой сессии, в течение которого должны выполняться обязательства, (% времени проведения торгов по инструменту)	50%
Минимальный объем обязательств по системным сделкам за торговую сессию (по неттингу), млн <i>CNY</i>	В соответствии с Договором о маркет-мейкерах (от 0,5 млн до 1 млн <i>CNY</i> )
Минимальное количество рабочих дней в месяце, в течение которых должны выполняться обязательства	75% рабочих дней (с округлением показателя в меньшую сторону до целого числа)



### Макроэкономические показатели КНР

	2005	2006	2007	2008	2009	2010 прогноз
Рост ВВП, % в год	9,2	11,5	12,7	9,7	14,8	11,5
Рост потребления, %, в год	8,1	9,8	11,1	8,6	9,9	13,2
Рост инвестиций, %, в год	10,6	13,6	14,7	11,0	20,4	9,7
Экспорт, % ВВП	33,8	35,7	34,9	31,7	24,1	30,3
Импорт, % ВВП	27,8	27,7	25,9	23,8	19,1	26,3
Внешний долг, % ВВП	13,1	12,5	11,1	8,6	8,6	8,9

Источники: МВФ, СЕЭС

• В апреле-июне 2010 г. Япония уступила Китаю место второй после США крупнейшей экономической державы планеты, ВВП Китая достиг 1,34 трлн долларов

• В I полугодии 2009 г. Китай впервые обошел Германию по объему экспорта и стал крупнейшим мировым экспортером

• Китай — крупнейший в мире потребитель энергоносителей

### Параметры расчетов

При организации расчетов с китайскими юанями существует ряд сложностей:

- запрет на открытие счетов в юанях для нерезидентов за исключением некоторых провинций и приграничных территорий;
- трудности с репатриацией юаней. В соответствии с законодательством КНР юани со счетов в банках-резидентах РФ можно переводить в Китай только при наличии заключенного торгового контракта. Следовательно, расчеты в юанях по итогам торгов на ETC возможно осуществлять только путем проведения внутрибанковских платежей по корреспондентским счетам, открытым участниками торгов ETC в том же банке, в котором открыт основной корреспондентский счет в юанях у ЗАО АКБ «Национальный Клиринговый Центр» — ЗАО АКБ «Банк Китая (ЭЛОС)». За границей Китая таких ограничений нет, особенно можно выделить Гонконг. ЗАО ММВБ обратилось с просьбой к Центральному Банку РФ оказать содействие на получение разрешения Национального Банка Китая осуществлять трансграничные межбанковские платежи, поступающие из России. Для участия в торгах валютной парой *CNY/RUB* участнику торгов ETC необходимо открыть корреспондентский счет в юанях в ЗАО АКБ «Банк Китая (ЭЛОС)»;
- значительная разница во времени между Москвой и Китаем — четыре часа летом и пять часов зимой. Время окончания приема внешних



платежей тем же днем — 12:00 мск и 11:00 мск соответственно.

Учитывая эти сложности, было принято решение на первом этапе проекта в качестве расчетного банка в китайских юанях выбрать коммерческий банк-резидент РФ — дочерний банк китайского банка. При этом ММВБ получила гарантии от материнского банка на завершение расчетов дочерним банком.

Осуществление расчетов в юанях через дочерний банк, который является резидентом РФ, гарантирует время окончания приема внутрибанковских платежей тем же днем (включая Гонконг) до 12:00 по Москве даже зимой. Платежи на счета, открытые в других банках, будут уходить следующим днем. Юани будут переводиться за пределами Китая свободно, а в Китай — под торговые контракты.

### Маркет-мейкеры

Торги валютной парой китайский юань/российский рубль организованы с привлечением института маркет-мейкеров для придания первоначальной ликвидности в новом сегменте биржевого валютного рынка ММВБ.

Осуществление функций маркет-мейкеров со стороны участников торгов ЕТС предполагает наличие дополнительных прав и обязанностей, направленных на поддержание ликвидности в отношении торгов валютной парой китайский юань/российский рубль.

Маркет-мейкер уплачивает комиссионное вознаграждение ЗАО ММВБ как обычный участник торгов ЕТС. При этом ЗАО ММВБ выплачивает вознаграждение такому участнику торгов за выполнение им функции маркет-мейкера в сегменте китайский юань/российский рубль.

### Дальнейшее развитие проекта

- Отказ от 100% предварительного депонирования. Поиск кандидата на роль замещающего банка в случае невыполнения кем-либо из участников своих обязательств: своп для переноса позиции на следующий день не очень подходит в силу низкой ликвидности рынка.
- Расширение инструментария, запуск инструментов *ТОМ* и своп.
- Разработка совместного проекта с шанхайской торговой системой (*CFETS*) и проработка возможности объединения ликвидности и возможности расчетов. ■



### Юань в трансграничных расчетах (1)

- С июля 2009 года в Шанхае и четырех городах провинции Гуандун (Южный Китай) — Гуанчжоу, Шэньчжэнь (граничит с Гонконгом), Чжухай (граничит с Макао) и Дунгуань — разрешены расчеты в юанях в трансграничной торговле со странами АСЕАН, Гонконгом и Макао
- В мае 2010 года увеличено количество административных единиц Китая, которым разрешено использовать юани для расчетов в трансграничной торговле:
  - девять провинций — Ляонин, Шаньдун, Цзянсу, Чжэцзян, Фуцзянь, Хубэй, Хайнань, Сычуань и Юньнань,
  - два автономных района — Внутренняя Монголия и Гуанси-Чжуанский,
  - три города центрального подчинения — Пекин, Тяньцзинь и Чунцин



### Юань в трансграничных расчетах (2)

- Китай стремится исключить доллар из расчетов с другими странами. Причины:
  - Риск инвестирования в доллар и американские активы из-за нестабильности финансового положения США
  - Высокая волатильность доллара и других резервных валют
- В августе 2010 г. ведущие мировые банки запустили рекламные кампании, направленные на стимулирование использования юаня крупными компаниями при совершении торговых операций
  - *HSBC, Standard Chartered, Citigroup* и *JPMorgan* проводят рекламные кампании в Азии, Европе и США, пытаются убедить компании активнее использовать юань
  - Банки предлагают скидки по комиссионным платежам и другие финансовые послабления тем компаниям, которые переходят на торговые расчеты в китайской национальной валюте

***HSBC: «Теперь мы можем предложить клиентам операции с юанем во многих частях света. Все другие крупные международные банки стремятся сделать то же самое».***



### Китай: торги рублем

- 22 ноября 2010 г. Китай начал торги рублем к юаню на *Foreign Exchange Trading Center*, на которой торгуются уже семь валют к юаню (включая рубль):
  - доллар США;
  - евро;
  - английский фунт;
  - японская иена;
  - гонконгский доллар;
  - малайзийский ринггит (с августа)

Сторона	Валюта	Цена	Объем	Средняя цена
Азиатская	USD	0.0000	0.0000	0.0000
Европейская	EUR	0.0000	0.0000	0.0000
Северноамериканская	USD	0.0000	0.0000	0.0000
Южноамериканская	USD	0.0000	0.0000	0.0000
Африканская	USD	0.0000	0.0000	0.0000
Океанская	USD	0.0000	0.0000	0.0000

***Credit Agricole CIB: Постепенно доллар исключается из внешнеторговых расчетов, и на валютных рынках все больше сделок заключается с азиатскими валютами без промежуточной конвертации в доллары***





# ПРОВЕДЕНИЕ IPO ЯВЛЯЕТСЯ ОДНИМ ИЗ НАИБОЛЕЕ ЭФФЕКТИВНЫХ СПОСОБОВ ФИНАНСИРОВАНИЯ В СФЕРЕ НОВЫХ РАЗРАБОТОК

24 ноября в секторе РИИ ФБ ММВБ прошло IPO ОАО «Фармсинтез». Был размещен весь объем, предложенный к размещению. Организатором и листинговым агентом выпуска выступило ЗАО «АЛОР ИНВЕСТ». Соорганизаторы выпуска — ООО «ВЕЛЕС Капитал», ФК «Открытие», ИК «ФИНАМ», ОАО «Itinvest». Итоги прошедшего размещения в интервью БО подвел Председатель совета директоров ОАО «Фармсинтез» **Дмитрий Генкин**.



**Б. О.** Как бы вы объяснили повышенный интерес участников рынка фармацевтики к размещению своих ценных бумаг на открытом рынке?

**Д. Г.** Проведение IPO является одним из наиболее эффективных способов финансирования в сфере новых разработок. Фармакологическая отрасль стоит в авангарде таких новаций, имеет перспективные проекты и нуждается в средствах на развитие и расширении производства. Поэтому нет ничего удивительного в том, что фармкомпания активно используют все имеющиеся

возможности для привлечения средств. Мировой опыт показывает, что проведение первичного размещения и выход компании на открытый рынок является одним из самых оптимальных вариантов развития бизнеса. Совместно с организаторами размещения и при помощи организатора торгов — ФБ ММВБ, нам удалось успешно решить две основные задачи — не только привлечь финансирование для реализации инвестиционной программы «Фармсинтеза», но и разместить акции среди максимально широкого круга инвесторов, что в дальнейшем обеспечит бумагам компании высокую ликвидность. Не сомневаюсь, что нам удастся успешно реализовать инвестпрограмму и не просто в разы увеличить капитализацию компании, а вывести на российский и мировой рынки уникальные лекарственные препараты. Я абсолютно уверен, что мы оправдаем ожидания новых акционеров «Фармсинтеза». Отдельные слова благодарности хочу сказать корпорации РОСНАНО, при поддержке которой создан и функционирует сектор ФБ ММВБ «Рынок инноваций инвестиций».

**Б. О.** Оцените итоги прошедшего размещения

**Д. Г.** Книга заявок на участие в IPO была закрыта 18 ноября. Объем спроса превысил предложение примерно на 25%. Цена одной акции, определенная нами как эмитентом, составила 24 руб. В рамках IPO, которое состоялось 24 ноября, инвесторы приобрели 22 млн ценных бумаг допэмиссии или 30% уставного капитала «Фармсинтеза». Таким образом, в ходе IPO было привлечено 528 млн руб., а рыночная капитализация компании на день размещения составила 1 716 млн руб. Это очень впечатляющий результат.

**Б. О.** Чем объясняется интерес инвесторов к акциям «Фармсинтеза»?

**Д. Г.** Интерес инвесторов к компаниям IT-сектора, фармацевтики и биофармацевтики, отмечается во всем мире. Они видят динамичное развитие этих компаний, это не виртуальный бизнес, он подкреплен реальными активами и новыми, востребованными разработками. Этого достаточно для роста спроса на ценные бумаги фармкомпаний и повышения курсов акций. При этом в IPO приняли участие практиче-



ОАО «Фармсинтез» создано в 1996 г. Компания занимается производством и реализацией как оригинальных готовых лекарственных средств, так и активных фармацевтических субстанций, а также разрабатывает новейшие лекарственные средства, методы их доставки в организм и инновационные технологии получения их ингредиентов для последующей реализации в России, СНГ, странах Евросоюза и Северной Америке. Компания располагает современным научно-производственным комплексом, введенным в эксплуатацию в 2001 г. Лекарственные препараты, разрабатываемые ОАО «Фармсинтез», реализуются на всей территории СНГ. На рынке химических соединений и активных фармацевтических субстанций ОАО «Фармсинтез» активно сотрудничает с североамериканскими и европейскими компаниями. Среди готовых лекарственных средств, производимых компанией, — индуктор интерферона Неовир, производимый в соответствии с европейскими требованиями к качеству и применяемый в целях иммунокорректирующей терапии; препарат Сегидрин, используемый в комплексной паллиативной терапии онкологических больных; оригинальный препарат Феназид для лечения больных туберкулезом. Инновационный химический производственный комплекс, предназначенный для изготовления активных фармацевтических субстанций и других химических соединений, построен в промышленной зоне недалеко от Санкт-Петербурга. Проектирование комплекса осуществлялось совместно со специалистами Санкт-Петербургского Государственного Технологического Института, немецкой технологической компании *Linde* и ФГУП «Российский Научный Центр «Прикладная химия».

ски все типы инвесторов — от венчурных фондов, инвесткомпаний и банков, до частных инвесторов — физических лиц.

**Б. О.** Были опасения, что IPO пройдет неудачно или не состоится вообще?

**Д. Г.** Единственное, что могло нам помешать — это общее ухудшение макроэкономической ситуации и глобальное падение рынка. Однако этого не случилось. Более того, мы оказались на волне общего подъема рынка, что, безусловно, нашло свое отражение в результатах размещения. Что касается бумаг ОАО «Фармсинтез», то серьезных опасений не было.

Компания достаточно интересная для рынка, можно сказать даже уникальная. Кроме того, у нас продуманная и понятная инвестиционная программа. Еще на этапе *road show*, которое проходило в том числе и в российских регионах, мы увидели огромный интерес к IPO нашей компании со стороны как частных, так и крупных институциональных инвесторов. Даже по первым результатам нашего *road show* отмечался постоянный рост числа предварительных заявок.

**Б. О.** Куда будут направлены средства от IPO?

**Д. Г.** Прежде всего, это строительство завода в Санкт-Петербурге, завершение

клинических испытаний разработанных лекарств для вывода их на рынки Европы и США, а также приобретение производственных и научно-исследовательских компаний за рубежом. Также планируется экспансия в российские регионы и страны СНГ. Один из оригинальных препаратов для лечения рассеянного склероза «Фармсинтез» планирует вывести на рынок в 2013 г.

Могу также отметить, что совсем недавно Европейское Патентное Ведомство (*European Patent Office, Munich, Germany*) приняло решение о выдаче европейского патента, защищающего структуру активного компонента препарата *HIVirin* из перспективного продуктового портфеля ОАО «Фармсинтез».

Ранее, в 2009 г., аналогичный патент был получен в США. Препарат *HIVirin* разрабатывается для лечения ВИЧ и представляет собой терапевтическую нановакцину для использования совместно с высокоактивной антиретровирусной химиотерапией для усиления ее эффективности. *HIVirin* — это уникальный препарат, аналогов которому не существует.

Получение патентной защиты в Европе на структуру активного компонента нашего препарата является важным шагом по выводу *HIVirin* на международный рынок. ■



# ИНВЕСТОРЫ ИЩУТ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ИДЕИ



**Б. О.** ОАО «Фармсинтез» является уже третьей фармакологической компанией, которая проводит IPO в секторе РИИ ФБ ММВБ. Чем можно объяснить повышенный интерес компаний фарминдустрии к выводу своих акций на открытый рынок?

**М. Д.** Прежде всего, нужно понимать, что не все компании, которые провели IPO через РИИ ФБ ММВБ, являются чисто фармацевтическими. ОАО «Институт стволовых клеток человека» больше биотехнологическая компания, разработка лекарственных препаратов является одним из ее видов деятельности, но не основным. ОАО «ДИОД» занимается производством биодобавок, и этого эмитента с большой натяжкой можно назвать фармацевтическим. А ОАО «Фармсинтез» является 100% фармкомпанией, ее основной бизнес сосредоточен в сфере производства лекарственных препаратов. Что касается повышенного интереса к выводу акций на биржу именно со стороны компаний этого направления бизнеса, то я думаю, что они просто оказались более подготовленными к такому шагу. Если бы к выводу на биржу раньше оказались готовы компании из других секторов, то IPO провели бы они. Будь то компании из сектора нанотехнологий, пищевой промышленности или какой-либо другой отрасли. Но получилось так, что по своему уровню развития, по своим финансовым показателям, именно компании фармакологического бизнеса оказались первыми. Здесь нет ничего экс-

Свою оценку IPO ОАО «Фармсинтез» дал руководитель Управления корпоративных финансов ЗАО «АЛОР ИНВЕСТ» Максим Дремин.

траординарного. Фармкомпании сейчас нуждаются в инвестициях, у них достаточно новых идей и перспективных разработок, и выход на биржу для них — самое правильное решение.

**Б. О.** Насколько оправданными могут оказаться инвестиции в фармакологию?

**М. Д.** Во всех компаниях — и в ИСКЧ, и в «ДИОД», и в «Фармсинтез» есть реальные инвестиционные программы, и уже сейчас эмитенты рапортуют об использовании полученных средств (за исключением «ДИОД», который не привлекал деньги в компанию). И мы, как инвесткомпания, видим, что деньги прямоком идут на развитие бизнеса. Они вкладываются в новые активы, в исследования и т. д. «Фармсинтез» уже в ближайшее время объявит об использовании средств, полученных в ходе IPO, согласно заявленной инвестпрограмме.

**Б. О.** Первичное размещение акций ОАО «Фармсинтез» прошло достаточно успешно. На ваш взгляд, что привлекло инвесторов?

**М. Д.** Сейчас основным фактором для инвесторов является наличие привлекательной инвестиционной идеи. Все ищут перспективные бумаги, на которых можно заработать. У «Фармсинтеза» уже существует достаточно хороший, прозрачный и устойчивый бизнес. Они вкладывают не в какую-то иллюзорную и ничем не подкрепленную идею. Инвестиции осуществляются в конкретные активы с конкретными денежными потоками. Плюс к этому, у компании очень перспективные разработки в области фармацевтики, серьезность которых подтверждена не только российскими, но и мировыми экспертами. Уже существуют предложения от известных мировых фармакологических компаний о приобретении этих разработок. Именно это и вселяет уверенность в инвесторов. Что касается наших прогнозов, то в ближайшие

четыре года капитализация «Фармсинтеза» должна вырасти в 10 раз или около того. Могу сказать, что лицензии на выпуск как минимум трех инновационных препаратов из тех, что имеются сейчас в портфеле у эмитента, через 2–3 года будут оцениваться в 450–500 млн долл. каждая.

**Б. О.** На каких инвесторов было рассчитано IPO?

**М. Д.** Срез инвесторов очень широкий. Примерно половина объема размещения легла в активы управляющих компаний, банков, фондов и других институциональных инвесторов. Оставшаяся часть акций была приобретена частными инвесторами — физическими лицами. Начиная с тех, кто купил одну акцию, и заканчивая теми, кто купил на 20–30 млн руб. Хотя не буду скрывать, на этапе подготовки к IPO «Фармсинтеза» у нас были инвесторы, которые хотели выкупить вообще весь предлагаемый к продаже пакет. Но эмитент изначально ставил несколько другие цели и от таких предложений отказывался.

**Б. О.** Можно ли утверждать, что успех этого размещения говорит об окончании кризиса на финансовом рынке?

**М. Д.** На наш взгляд инвесторы и рынок в целом давно вышли из кризисного шока, активная работа идет уже больше года, интерес к инвестированию растет. Более того, ощущается явный дефицит новых идей и новых интересных эмитентов. Очевидно, что инвесторам надоело играть в одни и те же бумаги. Пока остаются вопросы к объему российского рынка с точки зрения возможности размещения бумаг. Здесь существуют некоторые ограничения. Компании, размещающиеся в секторе РИИ ФБ ММВБ, могут разместить акций на сумму не более 1 млрд руб. за одно размещение. Планка для больших компаний — уже 5–10 млрд руб. Все, что выше этих объемов, то размещение будут уже на западных биржах. ■



# СТАБИЛИЗАЦИЯ НА УРОВНЯХ ФИБОНАЧЧИ



Обзор российского рынка слияний и поглощений (январь–сентябрь 2010 г.)

Исследование охватывает процессы перехода прав корпоративного контроля (процессы слияний и поглощений, M&A) в России за период январь–сентябрь 2010 г. (ежемесячная детализация). Анализ сделок осуществлялся по следующим направлениям: дата, участники и отрасль, оценка стоимости и вид интеграции, национальная принадлежность и направление процесса.

Первые девять месяцев 2010 г. характеризуются 580 завершенными сделками, что сравнимо с прошлогодними результатами и немногим больше итогов семилетней давности (табл. 1). Отметим выявленную еще в первом полугодии тенденцию некоторой стабилизации количественного объема рынка 2009–2010 гг. (после провала с уровней 2005–2008 гг.).

При этом продолжается спад стоимостного объема российского рынка M&A — с 41,1 млрд долл. до 33,1 млрд долл. (сравнимо с данным 2005 г.). Скрасить картину может разве что снижение темпов падения (19% в 2010 г. против 58% в 2009 г.).

Обозначим проявившиеся закономерности рынка в рамках уровней Фибоначчи: число сделок 2009–2010 гг. — это около 38,2% разницы *min-max* десятилетия, а сумма сделок 2009–2010 гг. — это около 38,2 и 23,6%, соответственно.

Средняя стоимость сделок (66,2 млн долл.) все еще ниже данных аналогичного периода прошлого года (26%), но в этом году ежеквартально показывает рост (37 млн долл. в I кв., 59,9 млн долл. в I полугодии).

Вместе с тем произошла стабилизация и числа сделок с ценой более 100 млн долл. (53 сделки в этом и прошлом году). Хотя 1/3 стоимостного объема рынка приходится на сделки с двумя активами — «Вымпелком-Киевстар», «Группа инвесторов-Уралкалий».

Количественная активность сделок сохранилась в сфере услуг (13% в этом году и 16% в прошлом), но выявила нового лидера — финансовая сфера (16%). 49% стоимостного объема пришлось на телекоммуникации и химию — данные обусловлены крупнейшими сделками этого года.

Сделки по приобретению 100% пакетов акций продолжают превалировать на рынке (40% количественного и 22% стоимостного объемов против 38 и 25% соответственно в 2009 г.). Из других тенденций отметим небольшое снижение интереса к блокирующим пакетам акций одновременно с небольшим увеличением доли сделок с контрольными.

Без учета сделки «Вымпелком-Киевстар» выделим в трансграничных сделках активность иностранных инвесторов (рост с 10% стоимостной доли до

21%, с 3,8 до 5 млрд долл.) за счет снижения доли российских приобретений за рубежом.

Прогнозируемая нами стабилизация рынка (количественная и стоимостная) состоялась. Дальнейший рост рынка с нашей точки зрения возможен за счет активности государства, как покупателя (Газпром, ВТБ, «Ростелеком») и продавца (госкомпания, приватизация), а также мега-сделок (телекоммуникации, ТЭК, металлургия).

## Анализ общей ситуации (январь–сентябрь 2010 г.)

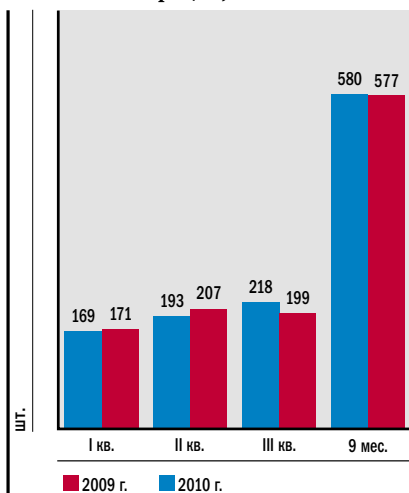
- 580 — количественная оценка рынка M&A в России (MARX\_Deals);
- количественная оценка сопоставима с итогами 2003 и 2009 гг.;
- 4% — доля сделок M&A в рамках приватизационных аукционов ФАУГИ;
- 33,1 млрд долл. — стоимостная оценка рынка M&A в России (MARX\_Value);
- стоимостная оценка сопоставима с итогами 2005 г.;
- 0,2% — стоимостная доля приватизационных аукционов ФАУГИ;
- 66,2 млн долл. — средняя цена сделки M&A в России (MARX\_ADV);

Таблица 1. Данные рынка M&A

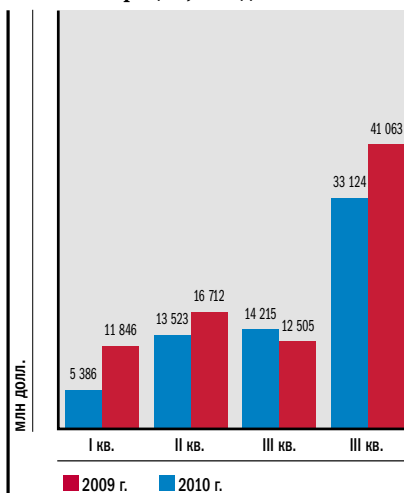
Десять месяцев	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Количество	304	384	522	799	959	1066	977	976	577	580
Объем, млн долл.	7 103	10 450	26 393	19 055	31 715	41 263	96 927	97 777	41 063	33 124



**Рис. 1. Оценка количества корпоративных интеграций, шт.**



**Рис. 2. Оценка стоимости корпоративных интеграций, млн долл.**



- почти в 2 раза меньше итогов докризисных первых 9 месяцев 2008 г.;
- 3,1% — соотношение стоимостного объема и ВВП России;
- сравнимо с минимальными соотношениями за последние 10 лет
- 76% — определенность цены сделок;
- 53 сделки стоимостью более 100 млн долл.;
- 87% пришлось на II и III кв. 2010 г.
- 1,8% стоимостного и 3,4% количественного объема рынка приходится на приобретение акций менеджментом (МВО);
- 49% стоимостного и 17% количественного объема рынка занимают сделки в сфере телекоммуникаций и химии;
- 22% стоимостного и 40% количественного объема рынка занимают сделки в форме полного приобретения (100%);
- 12% сделок занимают 82% стоимостного объема рынка;
- 33% стоимостного и 27% количественного объема рынка характеризуются круговым характером (диверсификация);
- 7% количественного и 26% стоимостного объема рынка составляют приобретения иностранных компаний российскими.

### Количественный и стоимостной объем процессов M&A

Обзор результатов исследования начнем с основных характеристик российского рынка корпоративного контроля — количественного и стоимостного объема. Данный обзор охватил

580 сделок. Рост по сравнению с прошлым годом составил 0,5%.

Квартальные данные подтверждают стабилизацию количественной составляющей рынка в течение всего года (рис. 1). С нашей точки зрения в этой характеристике рынок нашел «точку опоры».

Мы видим постоянный ежеквартальный рост стоимостного объема рынка M&A и превышение итогов III кв. над значениями прошлого года (рис. 2). Общая оценка стоимости сделок за девять месяцев 2010 г. составила 33 124 млн долл., это все еще меньше 2009 г., но разница сократилась с 55% (в I квартале) до 19%.

Основная причина роста рынка во II и III квартале заключена в закрытие крупнейшей сделки года («Вымпелком-Киевстар», «Уралкалий», *NaspersDST*). При этом потенциал у рынка остается за счет ряда крупных сделок («Юнимилк», «Акадо», Банк Москвы и др.)

Мы сохраняем наш количественный прогноз в среднем 150–200 сделок за квартал и предположение о том, что стоимостные квартальные оценки только благодаря мегасделкам могут пре-

## Справка

Согласно экспертным оценкам, стоимостной объем американского рынка M&A по итогам 2009 года составил около 5% ВВП, а европейского — около 4%. По итогам 2008 года мировой рынок M&A оценивался в 4,8% ВВП, американский — в 7,7%, европейский в 7,1%.

Напомним, что в 2008 году российский рынок составил 7,0%, а в 2009 — 4,6% ВВП. Пиковые значения составляли 17,6% в 1999 г. и 18,6% в 2000г. (США), 17,4% в 1999 г. (Европа) от национального ВВП.

вышать интервал 510 млрд долл., что случилось во II кв. («Вымпелком-Киевстар») и III кв. («Уралкалий» и «Сильвинит»).

### Макроэкономика

Далее рассмотрим результаты анализа сделок M&A в рамках текущего положения российской экономики и, в частности, соотношения стоимостного рынка M&A и валового внутреннего продукта (ВВП), объема иностранных инвестиций.

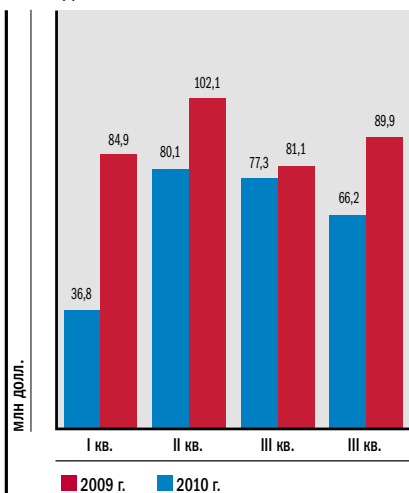
На основе полученных в исследовании данных сравним объем российского рынка M&A и макроэкономические показатели за последние 10 лет (табл. 2).

Текущее значение Объем рынка/ВВП близко к минимальным значениям за последние 10 лет в 2001 г. Отношение объема рынка к иностранным инвестициям также стабилизировалось и сопоставимо с минимальными значениями в 2001, 2004, 2009 гг. Что касается отношения к прямым иностранным инвестициям, то сейчас значения

**Табл. 2. Отношение объема рынка M&A к макроэкономическим показателям**

9 месяцев	Валовый внутренний продукт (ном.), %	Объем иностранных инвестиций, %	Прямые иностранные инвестиции, %
2001	3,2	73	243
2002	4,2	81	397
2003	8,2	126	566
2004	4,6	65	341
2005	5,9	118	480
2006	5,9	117	402
2007	10,9	110	493
2008	7,6	129	509
2009	4,6	75	412
2010	3,1	70	405

Рис. 3. Средняя стоимость сделок, млн долл.



находятся на уровне 50% разницы *min-max* десятилетия.

В 2010 г. прогнозируется рост ВВП на 4%. Это одновременно с небольшим ослаблением рубля (4% на текущий момент) и снижением абсолютных значений стоимостного объема рынка M&A говорит о том, что отношение объема рынка M&A к ВВП будет 3,2–3,6%.

### Стоимостные характеристики процессов M&A

Средняя стоимость одной сделки в январе–сентябре 2010 г. составила 66,2 млн долл. (рис. 3), что на 26% меньше данных января–сентября 2009 г. (89,9 млн долл.). Тенденции близки изменениям стоимостных объемов, единственно, в III кв. темпы роста числа сделок превышали увеличение стоимостных данных (рис. 2).

Без учета процесса слияния «Вымпелком-Киевстар» средняя стоимость сделок по итогам девяти месяцев составила бы 54 млн долл. — 82% общего количества процессов происходит в интервале до 50 млн долл., занимая при этом 12% стоимостного объема рынка. С другой стороны, 12% общего числа интеграций оцениваются в 82% стоимости. Высокий уровень концентрации остается закономерностью на нашем рынке.

Отметим существенный рост количественной доли сделок в интервале 10–50 млн долл. при одновременном уменьшении процессов в интервале до 10 млн долл. Кроме логичного в связи с этим роста стоимостной доли сделок на 10–50 млн долл. выделим «замещение» сделок ценой 500–1000 млн долл. процессами на 100–500 млн долл.

Таблица 3. Стоимостная классификация (январь–сентябрь)

Объем сделки, долл.	Количественная доля, %		Стоимостная доля, %	
	2010	2009	2010	2009
1 млрд и более	1,4	2,1	44,5	47,4
500 млн — 1 млрд	1,1	3,5	12,3	27,0
100 млн — 500 млн	9,5	6,9	25,1	14,8
50 млн — 100 млн	6,5	6,9	6,1	4,8
10 млн — 50 млн	27,3	16,8	9,7	4,2
1 млн — 10 млн	34,5	39,5	2,2	1,8
Менее 1 млн	19,6	24,3	0,1	0,1

Если разделять процессы только на две группы с граничной ценой в 100 млн долл., то в рассматриваемом периоде мы получим 53 сделки от 100 млн долл. и выше (12% числа сделок с определенной ценой против 53 сделок и 13% годом ранее). Средняя цена сделок в группе до 100 млн долл. составила 13,7 млн долл. (11,2 млн долл. в 2009 г.).

### Виды и направления процессов M&A

Наибольшую количественную долю (как и в 2009 г.) занимали приобретения 100% акций (234 сделки) и консолидация (98 сделок). С точки зрения стоимостного объема если бы не сделка по слиянию «Вымпелкома», то лидерство сохранили бы консолидация и приобретение 100%, поменявшись местами (табл. 4).

Хотя по сравнению с 2009 г. произошли и незначительные изменения, но зато по всему спектру видов. Активность «слияний» обусловлена все тем же «Вымпелкомом», сделки вида слияния форм (слияние в терминах гражданского кодекса), партнерства и присоединения все еще не пользуются спросом у игроков.

Доля сделок «горизонтального» направления традиционно преобладала в общем количестве (336 сделок), ¼ рынка пришлось на диверсификацию. При анализе стоимостной составляющей отметим сопоставимость с количественными долями направлений и более высокую цену сделок по диверсификации.

Выбор направлений сделок по сравнению с 2009 г. изменился только в части смещения предпочтений от «вертикальной» интеграции к диверсификации (9 и 33% стоимостного объема в этом году и 18 и 19% в прошлом, соответственно). При этом основную цель в рамках M&A компании пытаются достичь через «горизонтальные» сделки.

### Отраслевая специфика и национальная принадлежность

При рассмотрении отраслевой специфики российского рынка корпоративного контроля отметим снижение количественной доли ТЭК, пищевой сферы, «услуги, торговля» (табл. 5), одновременно с ростом телекоммуникационной и финансовой сфер. При этом сфера «услуги, торговля» традиционно остается в лидерах (76 сделок в этом году и 92 в прошлом).

Табл. 4. Виды процессов M&A (январь–сентябрь)

Вид сделки	Количественная доля, %		Стоимостная доля, %	
	2010	2009	2010	2009
Участие (0–25%)	12,6	10,6	12,8	9,8
Влияние (25–50%)	9,7	12,0	13,8	10,0
Партнерство (50%)	1,7	4,3	0,9	1,1
Покупка (50–75%)	11,2	8,1	8,2	9,5
Поглощение (75–100%)	5,7	7,8	2,0	4,7
Полное приобретение (100%)	40,3	37,6	21,7	24,5
Присоединение	0,5	0,3	0,1	0,1
Консолидация	16,9	18,5	17,4	37,8
Слияние активов	1,9	0,7	23,3	2,6
Слияние форм	–	–	–	–



**Табл. 5. Отраслевая специфика процессов M&A (январь–сентябрь)**

Отрасль	Количественная доля, %		Стоимостная доля, %	
	2010	2009	2010	2009
Нефть, газ, уголь	6,9	9,4	13,6	65,4
Лесная и целлюлозно-бумажная	1,0	0,3	0,6	0,1
Легкая промышленность	0,3	0,2	0,2	0,1
Энергетика	3,8	2,6	2,3	5,2
Телекоммуникации	12,6	9,7	27,8	1,9
Машиностроение	5,7	4,3	2,5	1,6
Пищевая сфера	10,9	14,6	6,5	1,8
Финансовая сфера	15,9	10,7	3,1	4,2
СМИ, спорт, реклама	7,1	9,4	2,5	1,4
Услуги, торговля	13,1	15,9	7,3	3,4
Транспорт	3,6	4,9	4,2	0,6
Строительство	11,4	10,9	5,1	5,0
Химия, фармацевтика	4,8	3,5	20,9	2,2
Металлургия	2,9	3,6	3,4	7,2

**Табл. 6. Крупнейшие завершённые процессы M&A**

Покупатель	Объект	Оценка, млн долл.	Вид	Отрасль
Вымпелком	Киевстар	5 500 <sup>2</sup>	Слияние активов	Телекоммуникации
Группа инвесторов <sup>1</sup>	Уралкалий	5 320 <sup>2</sup>	Покупка <sup>1</sup>	Химия
Naspers	Активы <i>Digital Sky Technologies</i>	1 200 <sup>2</sup>	Слияние активов	Телекоммуникации

В рамках стоимостной оценки благодаря уже отмеченным ранее двум крупнейшим сделкам периода активность из ТЭК сместилась в телекомы и химию. Если забыть про них, то лидерами будут ТЭК (22%) и все равно телекоммуникации (14%).

Доля количества трансграничных сделок последние три года практически не меняется и остается на уровне 16–20% рынка. А вот стоимостная часть за год выросла с 26 до 43%.

### Участники процессов M&A

Далее представим результаты анализа активности участников рынка<sup>3</sup>. Используя собранную информацию о сделках M&A в России, определить всех участников сделки не удалось в 3,3% общего числа процессов (против 6,6% годом ранее).

В исследовании удалось выявить в качестве участников и такую группу как менеджмент компаний. Доля процессов, в которых они приобретали права корпоративного контроля, составляет 3,4% (20 сделок) количества процессов и 1,8% стоимостного объема рынка (596 млн долл.). В январе–сентябре 2009 г. мы отметили близкие

значения 19 сделок (3,3%) на 655 млн долл. (1,6%).

Приведем крупнейшие сделки первых девяти месяцев 2010 г., которые в совокупности занимают 40% стоимостного объема российского рынка M&A (табл. 6).

Мега-сделки продолжают играть определяющее значение в рамках стоимостных объемов рынка M&A. Высокая концентрация сохранится и в будущем — мы ожидаем закрытие таких сделок как «Юнимилк», «Копейка»

и «Сильвинит». Подобные сделки подержат рынок и в будущем.

С нашей точки зрения в этом году мы видели минимальные стоимостные значения продолжительного времени в будущем.

По мнению Владимира Лейвимана, директора направления инвестиционных банковских услуг компании *Advance Capital*, внутренний рынок будет основным драйвером в сделках слияний и поглощений. Но уже сегодня мы видим, что глобальные игроки проявляют интерес к российским активам, также и крупные российские компании продолжают свою экспансию на рынки СНГ и Восточной Европы.

По мнению *Advance Capital*, неудивительно, что в рамках отраслевой специфики в 2010 г. в телекоммуникационном секторе произошел всплеск отложенных сделок: эта отрасль менее других пострадала от кризиса. При этом на стоимостные показатели существенно повлияла крупнейшая сделка по слиянию «Вымпелкома» и «Киевстара», однако и по количеству сделок сектор показывает неплохие результаты, благодаря сохраняющемуся интересу лидеров отрасли к приобретению региональных активов. При этом уже в следующем году мы ожидаем, что и другие секторы, более пострадавшие в кризис, проявят активность на рынке M&A. Вероятно, активизируются процессы слияний и поглощений на потребительском рынке, в особенности среди производителей продуктов питания.



<sup>1</sup> В базе сделок проекта *Mergers.ru* данная сделка представлена в виде трех отдельных.

<sup>2</sup> Оценка экспертов.

<sup>3</sup> Результаты включают данные аффилированных участников.



## Методология

1. Учитываются завершенные сделки (далее Сделки) по переходу прав контроля над компаниями, информация по которым была известна составителям на дату подготовки отчета. Под контролем понимается возможность влиять на построение стратегии (цели, задачи и действия) и текущую деятельность компании, а также, оценивать результаты этой деятельности. В исследовании нам важен факт совмещения способности и возможности влиять на работу компании.
2. Исследование охватывает процессы перехода прав корпоративного контроля (процессы слияний и поглощений) в России. Источниками информации для исследования являлись периодические экономические печатные и электронные издания, мнения и данные экспертов, а также информация, полученная от непосредственных участников корпоративных интеграций.
3. Сделки классифицируются в соответствии со степенью приобретенного контроля над компанией. В качестве уровня корпоративного контроля определен размер доли голосующих акций или имущественного комплекса. Для приобретения корпоративного контроля необходимо и достаточно входить в состав Совета директоров или участвовать в Общем собрании акционеров при осуществлении им функций Совета директоров.
4. Учитываются Сделки, в которых покупатель и/или приобретаемая компания являются российскими. Российская компания — предприятие, основной бизнес которого осуществляется на территории Российской Федерации. Сделки, в которых российская компания выступает в роли продавца, не учитывались.
5. В исследовании были учтены Сделки, осуществленные в рамках приватизации государственных предприятий проводимой Федеральным агентством по управлению государственным имуществом.
6. Сделки, в которых покупатель и приобретаемая компания или продавец являлись аффилированными лицами, не учитывались.
7. Оценка стоимостного объема рынка слияний и поглощений в каждом месяце осуществлялась на основе:
  - а) раскрытых участниками данных о сумме сделок,



- б) экспертной оценки цены сделок с нераскрытой информацией,
  - в) доли сделок, цена которых не определена.
- Предполагается, что полученная на основе данных участников и экспертов общая сумма сделок является долей общей оценки рынка, измеряемой соотношением числа «определенных» сделок и их общего количества. В данном расчете сделки стоимостью более 300 млн долл. не участвуют в определении доли и прибавляются к итоговому результату.
8. Экспертные оценки цены Сделок определялись на основе принципов оценки рыночной стоимости бизнеса. Если в объявленные суммы сделок включались долговые обязательства приобретаемой компании, то они вычитались, поскольку изначально учитывались при определении ее рыночной стоимости. Результаты исследования могут быть изменены при появлении новых данных по сделкам.
  9. Данное исследование характеризует скорее нижнюю границу стоимостного и количественного объема российского рынка слияний и поглощений, поскольку велика вероятность того, что информация о совершении

некоторых сделок была недоступна составителю.

10. Часть представленных в исследовании данных и оценок основаны на экспертном мнении его составителей. В частности, текущая закрытость российского рынка слияний и поглощения определяла интерес составителя к фактическим характеристикам сделки, которые могли быть не подтверждены юридическим оформлением (завершенность сделки, цена, участники, национальность и т. п.).
11. Стоимостная оценка рынка и сделок осуществлялась в долларах США. При получении информации о стоимости сделки в иной валюте перевод осуществлялся по курсу на дату сделки.
12. Полная проверка информации, полученная из разных источников для данного исследования не проводилась. Представленные в исследовании материалы не могут рассматриваться в качестве официальных рекомендаций. Составитель не гарантирует точность, достоверность или полноту информации, представленную в исследовании и не несет никакой ответственности за любые ошибки и упущения, а также за результаты использования этих материалов. ■



# ДЕКРЕТ 21 ЯНВАРЯ 1918 ГОДА (ОБ АННУЛИРОВАНИИ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЗАЙМОВ) И ЕГО СОЦИАЛЬНО-ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОСЛЕДСТВИЯ

8 декабря 2010 г. в конференц-зале ММВБ состоялось совместное заседание Центра экономической истории МГУ им. Ломоносова и Историко-информационного центра ММВБ, на котором был заслушан доклад Юрия Голицына «Декрет 21 января 1918 г. (об аннулировании государственных долгов) и его социально-экономические последствия». «Биржевое обозрение» решило опубликовать основные тезисы доклада.

21 января 1918 г. Советом народных комиссаров был принят очередной революционный декрет, основные положения которого были следующие: «1. Все государственные займы, заключенные правительствами российских помещиков и российской буржуазии... аннулируются (уничтожаются) с декабря 1917 года. 2. Равным образом аннулируются все гарантии, данные названными правительствами по займам различных предприятий и учреждений. 3. Безусловно и без всяких исключений аннулируются все иностранные займы». Фактически был объявлен первый в истории России государственный дефолт.

В историко-экономической литературе встречаются разные оценки объема аннулированных обязательств (от 31 до 68 млрд руб.), но в то же время общепризнано, что перед первой мировой войной царское правительство по величине всего государственного долга занимало второе (после Франции), а по размерам внешнего долга — первое место в мире.

Последствия этого радикального решения проявились во многих, иногда, казалось бы, очень далеких друг от друга областях. Условно эти послед-

ствия можно разделить на международные и внутренние.

О необходимости соблюдения международных обязательств советскому правительству напомнили очень быстро. Уже 14 февраля 1918 г. в Наркоминдел РСФСР поступила нота дипломатического корпуса, где говорилось: «Все союзные и нейтральные послы и посланники, аккредитованные в Петрограде, настоящим извещают Комиссариат по иностранным делам, что они рассматривают все декреты рабочего и крестьянского правительства об аннулировании государственных долгов, о конфискации собственности и т. д., поскольку они касаются иностранных подданных, как несуществующие». Дипломаты также констатировали, что их «правительства оставляют за собой право в любое время, когда они сочтут это нужным, настоятельно потребовать удовлетворения и возмещения всех ущербов и утрат, которые могли быть созданы путем исполнения этих декретов для иностранных государств вообще и для их подданных, живущих в России, в частности».

Так как советское правительство проигнорировало эту ноту, со стороны стран-кредиторов последовали гораздо более агрессивные действия — весной

1918 г. началась иностранная военная интервенция. Напомню, что Великобритания и Франция — основные кредиторы и главные интервенты.

Таким образом, одной из основных причин военной интервенции стран Антанты, что сопровождалось огромными потерями для нашей страны, было стремление восстановить в России такое правительство, которое бы гарантировало погашение всех внешних долгов, взятых царским и временным правительствами.

Это прекрасно понимало и советское правительство. В воззвании, с которым 1 августа 1918 г. оно обратилось к пролетариату Франции, Англии, США, Японии и Италии, говорилось: «Первая их (буржуазных правительств. — Ю. Г.) цель — захват по возможности большей территории России, дабы ее богатствами, железными дорогами обеспечить проценты по займам для французского и английского капитала».

В то же время советское правительство в соответствии с Брестским мирным договором с Германией и ее союзниками отправило в сентябре и октябре 1918 г. в Берлин два эшелона с золотом (более 93 т.) в качестве компенсации за убытки германских подданных, следовавшие от национализации их соб-

ственности и отказа от выполнения обязательств по государственным займам. Тем самым был создан прецедент для требований других кредиторов.

После окончания Первой мировой войны золото перешло к Франции, которая поделилась им с Англией — «в погашение долга России по отношению к обоим государствам».

После окончания гражданской войны ведущие европейские страны — бывшие кредиторы России начали дипломатическую (отказ в признании), финансовую (отказ в кредитах) и золотую (отказ от покупки) блокады советского правительства. И если дипломатическая блокада была достаточно быстро прорвана (6 марта 1921 г. было подписано временное торговое соглашение с Великобританией, в прилагавшемся к нему заявлению указывалось, что решение вопроса о долгах и претензиях откладывается до заключения общего договора), то с финансовыми отношениями все было гораздо сложнее. Государственные кредиты за рубежом получить было невозможно, а продажа золота была возможна только с 25–30%-ным дисконтом.

В 1922 г. в Генуе и Гааге были проведены две международные конференции, на которых решался так называемый «русский вопрос». Советская сторона просила предоставить ей кредиты, европейцы требовали признать «царские» долги. Конференции закончились ничем.

Но Советской России удалось добиться дипломатического успеха, так как ее делегация достигла договоренности с одной из ведущих европейских стран. 16 апреля 1922 г. в договоре между РСФСР и Германией, который был заключен в Рапалло во время Генуэзской конференции, было зафиксировано окончательное урегулирование советско-германских финансово-экономических отношений. Ст. 2 окончательно установила, что «Германия отказывается от претензий, вытекающих из факта применения до настоящего времени законов и мероприятий РСФСР к германским гражданам и их частным правам, равно как и к правам Германского Государства и Земель в отношении России, а также от претензий, вытекающих вообще из мероприятий РСФСР или ее органов по отношению к германским гражданам или их частным правам, при условии, что Правительство РСФСР не



будет удовлетворять аналогичных претензий других государств».

Таким образом, этот договор создал прецедент отказа от компенсации военных расходов, но поскольку он был заключен между странами, которые были обязаны выплачивать самые большие суммы долгов (РСФСР) и репараций (Германия), то он не стал образцом для международного сообщества. Рапальский договор на долгие годы остался единственным документом, где было зафиксировано урегулирование дореволюционных финансовых отношений России с одним из своих кредиторов.

Характерно, что «русский вопрос» повлиял и на международную проблему военных долгов. В переговорах с США, которые после окончания Первой мировой войны из страны-должника превратились в страну-кредитора, Франция неоднократно повторяла аргументы Советской России. Со своей стороны США, чтобы не допустить объединения стран-должников значительно снизила суммы долгов: Англии — на 18%, Франции — на 50%, Италии — на 68%, Бельгии — на 46%.

Но полностью США простить военные долги не могли, так как это бы создало прецедент, которым могла воспользоваться Советская Россия.

Еще одним неожиданным последствием было наложение ареста на советское имущество за границей. Также на протяжении 1920-х годов в западноевропейских и американских судах неоднократно рассматривались иски о возврате национализированной собственности. И этот процесс продолжается до сих пор.

Если говорить о внутренних последствиях, то стоит, прежде всего, вспомнить о голоде 1921 г., который стал поводом для конфискации церковных имуществ. И неслучайно процесс ограбления церкви начался в марте 1922 г. накануне Генуэзской конференции, где решался вопрос о «русских» долгах.

В. И. Ленин 19 марта 1922 г. писал: «Нам во что бы то ни стало необходимо провести изъятие церковных ценностей самым решительным и быстрым образом, чем мы можем обеспечить себе фонд в несколько сотен миллионов золотых рублей... Без этого фонда никакая государственная работа вообще, никакое хозяйственное строительство в частности, и никакое отставание своей позиции в Генуе в особенности, совершенно немислимо...»

Рабочие Яхромской фабрики Дмитровского уезда заявили, что «протестуют против принудительного отбора церковных ценностей, потому что все отобранное не последует по назначению и только сотая часть собранного пойдет на помощь голодающим, все остальное золото и все ценности уйдут на уплату царских долгов».

Остро нуждаясь в притоке иностранного капитала, советское правительство пыталось осуществлять заемные операции на международном финансовом рынке, но они заканчивались неудачно.

Первый опыт подобной работы был получен в процессе подготовки и выпуска в сентябре 1922 г. Первого международного 5%-ного займа. Эмитентом этого займа являлось находившееся в Берлине торгово-промыш-



ленное акционерное общество Международной рабочей помощи (Межрабпом). Заем был выпущен в виде долгосрочных облигаций на сумму 1 млн долл. Оплата процентов и погашение облигаций должно было осуществлять Российское центральное отделение общества. Советское правительство гарантировало выкуп и оплату процентов по займу.

Кроме того, РСФСР пыталась распространять за границей и собственные облигации. Так, постановлением СНК РСФСР от 31 октября 1922 г. о выпуске выигрышного займа предполагалась его реализация не только внутри страны, но и рубежом. В Германии был опубликован проспект об этом займе. Все расчеты с владельцами облигаций за границей производились в российской золотой валюте или долларах. Однако эта попытка фактически провалилась. В 1923–1924 финансовом году предполагалось реализовать за рубежом облигаций этого займа на 50 тыс. руб., а получили только 5 тыс. руб., притом, что общий объем этого займа составлял 100 млн руб.

Не имея возможности получать иностранные кредиты, советское правительство было вынуждено начать восстанавливать внутренний фондовый рынок. Но разместить облигации госзаймов внутри страны было практически невозможно, так как население не доверяло правительству. Поэтому распространение первых госзаймов (в начале 1920-х годов) было принудительным.

Когда во второй половине 20-х годов был взят курс на ускоренную индустриализацию, отсутствие внешних кредитов заставило советское правительство покупать промышленное оборудование за наличные. Это поставило импорт в прямую зависимость от экспорта. А так как главным экспортным продуктом было зерно, начинается его выкачивание у крестьянства. В августе 1930 г. Сталин писал Молотову: «Микоян сообщает, что заготовки растут и каждый день вывозим хлеба 1–1,5 млн пудов. Я думаю, что этого мало. Надо поднять теперь же норму ежедневного вывоза до 3–4 млн пудов минимум. Иначе рискуем остаться без наших новых металлургических и машиностроительных (Автозавод, Челябинский и пр.) заводов... Словом нужно бешено форсировать вывоз хлеба».

В результате в стране начинается процесс коллективизации. Взаимосвязь этого процесса с аннулированием государственных долгов в 1918 г. для крестьян была очевидна. Неслучайно, в разных районах страны отзывы крестьян были одинаковыми («хлеб забирают, чтобы расплатиться по царским долгам»).

Еще одной возможностью получения валюты являлась продажа за рубеж произведений искусства. За шесть лет (1928–1934 гг.) из музеев СССР было продано около 20 тыс. различных экспонатов, в т. ч. около 1500 произведений живописи. Среди них были неопределимые шедевры (Боттичелли, Ван Дейк, Ван Эйк, Веласкес, Веронезе, Рафаэль, Рембрандт, Рубенс, Тициан и др.). За все, включая шедевры, получено всего около 25 млн золотых руб. или 12,5 млн долл.

Для населения страны невозможность получения иностранных кредитов обернулась «добровольно-принудительной» подпиской на облигации внутренних госзаймов. В начале 30-х годов появились комитеты содействия госкредиту (комсоды), которые и занялись распространением гособлигаций. Каждый рабочий и служащий должен был подписаться на облигации в размере месячного заработка, при этом, правда, ему разрешалось оплачивать частями по 7–8% в месяц.

Характерно, что советские облигации имели маленький номинал, что позволяло собирать в государственную казну даже небольшие суммы с самых широких слоев населения. При этом практически все займы имели выигрышные выпуски, чтобы хоть как-то сделать их привлекательными. В дореволюционной же России номинал ценных бумаг был высоким, чтобы отсеять от игры на фондовом рынке малообеспеченные слои населения. Выигрышных

же займов за всю историю выпуска гособлигаций было размещено всего три.

Начало решению проблемы долгов царского и временного правительств было положено только в августе 1986 г., когда Генеральный секретарь ЦК КПСС Михаил Горбачев заключил с премьер-министром Великобритании Маргарет Тэтчер договор, в соответствии с которым СССР выплатил компенсацию мелким британским держателям акций «русских займов» в размере всего лишь 10% номинальной стоимости.

26–28 ноября 1996 г. состоялся официальный визит в Париж премьер-министра РФ Виктора Черномырдина, в результате которого был подписан «Меморандум о взаимопонимании между правительством Российской Федерации и правительством Французской республики относительно окончательного урегулирования взаимных требований между Россией и Францией, возникших до 9 мая 1945 г.». В соответствии с этим договором российское правительство согласилось выплатить французским кредиторам дореволюционных правительств России 400 млн долл. с рассрочкой оплаты до 2000 г. Из этих денег 2/3 должны достаться владельцам старых российских ценных бумаг, а 1/3 пойти на компенсацию потомкам французских владельцев недвижимости в России.

Но ставить точку в этом вопросе еще рано. С исторической точки зрения в этой проблеме до сих пор много неясного. С точки зрения политической — Российская Федерация урегулировала вопрос долгов только с двумя странами, а это еще далеко не все кредиторы дореволюционной России. ■

**Юрий Голицын**

Руководитель

Историко-информационного  
центра ЗАО ММВБ





## На валютном рынке ММВБ вводится система БЭСП

С 20 декабря 2010 г. на валютном рынке ММВБ межрегиональные расчеты будут проводиться с использованием системы БЭСП (банковских электронных срочных платежей). Система БЭСП является федеральной централизованной системой валовых расчетов в режиме реального времени, созданной Банком России в целях совершенствования платежных систем России. Возможности данной системы позволяют осуществлять перевод средств между счетами участников системы в считанные минуты и оптимизировать взаимоотношения с контрагентами. Основным преимуществом БЭСП в межрегиональных расчетах по итогам торгов является возможность отказа от проведения Расчетной сессии. Урегулирование нетто-требований и нетто-обязательств участников клиринга, сложившихся по результатам проведения операций на валютном рынке ММВБ будет осуществляться Национальным клиринговым центром. АКБ НКЦ, входящий в Группу ММВБ, благодаря системе БЭСП сможет самостоятельно без участия Банка России осуществлять урегулирование обязательств путем прямых переводов денежных средств между счетами НКЦ, открытыми в региональных расчетных центрах. Внесены соответствующие изменения в Правила проведения операций по покупке и продаже иностранной валюты на Единой торговой сессии межбанковских валютных бирж.

## К торгам на Рынке инноваций и инвестиций ФБ ММВБ допущены паи венчурных фондов

16 декабря 2010 года к торгам на ФБ ММВБ допущены паи венчурных фондов: «Региональный венчурный фонд инвестиций в малые предприятия в научно-технической сфере Челябинской области», «Региональный венчурный фонд инвестиций в малые предприятия в научно-технической сфере Республики Башкортостан», «Региональный венчурный фонд инвестиций в малые предприятия в научно-технической сфере Воронежской области», «Регио-

нальный венчурный фонд инвестиций в малые предприятия в научно-технической сфере Калужской области».

Торги будут проводиться в Секторе ИРК Рынка инноваций и инвестиций в режимах, предназначенных для квалифицированных инвесторов. Листинговым агентом по выводу региональных венчурных паев на биржу выступила компания «Русские фонды». Все они находятся под управлением УК «Сбережения и инвестиции». По мнению вице-президента ММВБ Геннадия Марголита, РИИ ФБ ММВБ начинает постепенно переходить на конвейерный режим работы. Кроме того, он отметил: «Складываются предпосылки формирования площадки для венчурных фондов в рамках РИИ. Фактически, появляется важный инструмент привлечения финансирования от широкого круга квалифицированных инвесторов в проекты и компании, а риски при этом снижаются за счет диверсификации вложений и профессионализма управления». Портфели первых четырех венчурных фондов состоят из акций и долей участия в инновационных компаниях, относящихся к отраслям: металлургия и производство новых материалов, нанотехнологии, инновации в области нефтесервисного оборудования, энергосбережение и агробитехнологии.

## Состоялось заседание Координационного совета по Рынку инноваций и инвестиций ФБ ММВБ

3 ноября 2010 г. члены Координационного совета Рынка инноваций и инвестиций (РИИ) ФБ ММВБ одобрили приоритетные направления его развития. Помимо прочего, предполагается включить в число потенциальных участников рынка крупные инновационные компании, расширить взаимодействие с иностранными инвесторами и эмитентами, а также рассмотреть возможность работы на всех стадиях инновационного цикла: от стартапа до публичного рынка.

С 28 октября 2010 г. проект развития РИИ в статусе Вице-президента ММВБ курирует Геннадий Марголит, который стоял у истоков создания рынка. Кроме того, Координационный совет принял решение переименовать Комитет по прямым и венчурным инвестициям при Координационном совете

РИИ в Комитет по развитию Рынка инноваций и инвестиций и утвердил новую редакцию Положения об этом органе. Председателем Комитета по развитию РИИ был утвержден Иван Родионов, профессор ГУ ВШЭ и РГГУ, член советов директоров ряда компаний — один из самых авторитетных в России специалистов в области венчурного финансирования и корпоративного управления.

Координационный совет одобрил план по выводу компаний на рынок до середины следующего года. Председатель Координационного совета РИИ ММВБ, Генеральный директор РОСНАНО Анатолий Чубайс заявил, что «привлечение инвестиций в технологический сектор — одна из важнейших задач нынешнего этапа развития инновационной экономики. Важнейшим инструментом решения этой задачи является создание и развитие таких площадок как РИИ ФБ ММВБ. Мы и впредь будем прикладывать все усилия, чтобы РИИ ФБ ММВБ продолжал активно развиваться как системообразующий элемент финансовой инфраструктуры инновационной экономики».





## **Введена в действие новая база расчета Кривой бескупонной доходности российских государственных ценных бумаг**

С 10 декабря 2010 г. введена в действие новая база расчета Кривой бескупонной доходности российских государственных ценных бумаг (*Z-curve*). Кривая бескупонной доходности, рассчитываемая ММВБ, определяется на основании сделок с облигациями на рынке ГЦБ и является эталонным индикатором стоимости безрисковых заимствований на российском долговом рынке. В новую базу расчета *Z-curve* включены 18 облигаций федерального займа со сроками до погашения от полугода до 26 лет, что обеспечивает репрезентативность *Z-curve* во всем диапазоне сроков заимствования на облигационном рынке. *Z-curve* является непрерывным представлением процентных ставок в зависимости от срока заимствования и применяется при принятии инвестиционных решений на долговом рынке, а также в вопросах управления процентными рисками. Расчет *Z-curve* осуществляется в режиме реального времени в ходе торгов на рынке ГЦБ.



## **НОВОСТИ МАБ СНГ**

### **ЦДЦБ опубликовал новую редакцию правил своей деятельности**

22 ноября 2010 г. Агентством Республики Казахстан по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций согласованы Правила осуществления депозитарной деятельности в новой редакции, утвержденные решением Совета директоров АО «Центральный депозитарий ценных бумаг» (ЦДЦБ) на заседании 10 августа 2010 г.

Также зарегистрированы Правила осуществления отдельных видов банковских операций. Этот документ заменяет действующие Правила открытия, ведения и закрытия текущих счетов и Правила открытия, ведения и закрытия корреспондентских счетов, утвержденные решением Совета директоров АО «Центральный депозитарий ценных бумаг» на заседании 27 августа 2010 г.

### **ЦДЦБ приступил к выполнению функций Национального нумерующего агентства**

1 ноября 2010 г. ЦДЦБ приступил к выполнению функций Национального нумерующего агентства по присвоению международных идентификаторов ценных бумаг и другим финансовым инструментам, выпускаемым на территории Республики Казахстан.

Ранее функции замещающего нумерующего агентства для Республики Казахстан выполняло агентство *WM Datenservice* (юридическое лицо Федеративной Республики Германия). 4 ноября 2010 г. Центральный депозитарий присвоил выпущенным им простым акциям первые международные идентификаторы.

### **Депозитарные активы НДУ выросли втрое**

С начала 2010 г. объем депозитарных активов, которые находятся на обслуживании в Национальном депозитарии Украины (НДУ), увеличился втрое. По состоянию на 1 ноября этот показатель превысил отметку в 55 млрд грн. На протяжении 2010 г. ко-

личество эмитентов, которые открыли счета в НДУ, увеличилось почти в 13 раз. Количество открытых счетов в ценных бумагах эмитентам составляет 1486. Кроме того, клиентами НДУ являются 242 хранителя и 6 депозитари-ев-корреспондентов.

### **Состоялся визит представителей финских предприятий и научно-исследовательских институтов на БУТБ**

24 ноября 2010 г. делегация представителей финских предприятий и научно-исследовательских институтов посетила центральный офис ОАО «Белорусская универсальная товарная биржа» (БУТБ). Встреча проходила в рамках реализации проекта *KIEMET* Финского научно-исследовательского института леса, который направлен на распространение информации о лесном хозяйстве, финских предприятиях лесной отрасли и призван содействовать налаживанию делового сотрудничества лесопромышленного комплекса Финляндии с производителями лесопродукции из стран Восточной и Центральной Европы.

В ходе переговоров состоялся обмен мнениями по вопросам информационного сотрудничества сторон и привлечения на биржевые торги финских потребителей белорусской лесопродукции.

### **На БУТБ внедрена интернет-версия системы торгов промышленными и потребительскими товарами**

БУТБ внедрила интернет-версию системы торгов промышленными и потребительскими товарами.

Для работы с ней участнику биржевой торговли нет необходимости скачивать программное обеспечение — нужно только зайти на страницу в сети интернет по адресу *ppt.butb.by* и принимать участие в торгах секции, используя полученные ранее параметры доступа к Торговой системе. Для ознакомления с возможностями интернет-версии системы можно воспользоваться обучающей демо-версией системы торгов промышленными и потребительскими товарами, размещенной по адресу *ppt.butb.by/demo*.

## **В Республике Беларусь состоялось заседание координационного совета по биржевой торговле**

3 ноября 2010 г. под председательством Первого заместителя Премьер-министра Республики Беларусь Владимира Семашко состоялось заседание Координационного совета по биржевой торговле.

Участники заседания заслушали и обсудили доклады председателя правления БУТБ Аркадия Саликова «Об основных результатах работы ОАО «Белорусская универсальная товарная биржа» за 10 месяцев 2010 г. Проблемы и перспективы развития биржевой торговли», а также первого заместителя председателя правления БУТБ Виктора Владыко «О ситуации с реализацией молочной продукции на экспорт и мерах по повышению эффективности продаж с использованием биржевого механизма».

Координационный совет по биржевой торговле признал выполненной Программу развития БУТБ на 2007–2010 гг., утвержденную постановлением Совета Министров Республики Беларусь от 13.12.2006 г., а также определил основные направления развития биржевого рынка и поручил разработать соответствующую программу по их реализации на 2011–2015 годы, определив следующие приоритетные задачи:

- оптимизация системы управления биржей с целью повышения эффективности деятельности и скорости реализации ключевых проектов;
- совершенствование политики кадрового обеспечения биржи и повышения квалификации сотрудников;
- обеспечение функционирования основных элементов системы организации торговли, клиринга, расчетов, гарантийной системы исполнения биржевых сделок на уровне мировых стандартов;
- совершенствование IT-платформы, обеспечение ее соответствия направлениям и растущим масштабам биржевого сегмента товарного рынка;
- улучшение информационного сервиса биржи;
- формирование гибкой тарифной политики биржи;
- развитие материально-технической базы биржи.

## **KASE подвела итоги 11 месяцев 2010 года**

За одиннадцать месяцев 2010 г. объем торгов на Казахстанской фондовой бирже (KASE) во всех секторах рынка составил 187 458,0 млн долл. и вырос относительно соответствующего периода 2009 г. на 31,6 %. По сравнению с предшествующим одиннадцатимесячным периодом (февраль–декабрь 2009 г.) объем торгов вырос на 37,6%. Объем торгов иностранными валютами, включая операции валютного свопа, составил эквивалент 95 248 млн долл. и вырос относительно соответствующего периода 2009 г. на 54,9%.

Объем торгов на рынке операций РЕ-ПО составил 79 591 млн долл. и вырос относительно аналогичного периода прошлого года на 20,1%. Объем торгов государственными ценными бумагами (ГЦБ) составил эквивалент 9 214,5 млн долл. и вырос относительно соответствующего периода 2009 г. на 12%. Объем торгов корпоративными облигациями составил эквивалент 1540,4 млн долл. и снизился относительно соответствующего периода 2009 г. на 37,5% в долларовом выражении.

## **Биржевой совет KASE утвердил регламент проведения расчетов по итогам торгов ценными бумагами по схеме T+0 с полным обеспечением**

Решением Биржевого совета KASE от 30 ноября 2010 г. утвержден новый внутренний документ KASE «Регламент проведения расчетов по итогам торгов ценными бумагами по схеме T+0 с полным обеспечением». Регламент определяет порядок осуществления расчетов по сделкам с ценными бумагами, которые заключены на торгах KASE, а также порядок проведения торговых процедур, связанных с обеспечением заключаемых сделок. Ввод в действие системы расчетов по схеме T+0 с полным обеспечением запланирован на первый квартал 2011 года, после внесения соответствующих технологических изменений в торговую систему KASE.

## **Создана Биржевая Ассоциация Казахстана**

19 ноября 2010 г. состоялось учредительное собрание Объединения юридических лиц «Биржевая Ассоциация

Казахстана», на котором принято решение о создании указанной Ассоциации. Учредителями биржевой Ассоциации выступили: АО «Товарная биржа «Евразийская Торговая Система», АО «Универсальная товарная биржа «Астана», ТОО «Казахско-Таджикская зерновая компания» и ТОО «Torino-06». Целью создания Ассоциации являются формирование и развитие организованных рынков в Казахстане. В круг задач нового объединения входит:

- защита интересов членов Ассоциации в соответствии с целью Ассоциации;
- содействие развитию и совершенствованию системы регулирования биржевой деятельности;
- выработка и принятие норм, правил и стандартов проведения биржевых операций, обеспечивающих эффективную деятельность на организованных рынках;
- установление этических норм профессионального поведения на организованных рынках и формирование профессионального сообщества участников организованных рынков;
- установление практических связей между членами Ассоциации, объединение их усилий на реализацию общих бизнес-проектов;
- защита интересов членов Ассоциации за счет участия в законодательской и нормативной деятельности и области регулирования и развития организованных рынков;
- поддержка наиболее перспективных направлений и проектов развития организованных рынков.

Членами Ассоциации могут стать биржи, брокеры, дилеры, действующие на основании лицензии согласно законодательству Республики Казахстан.

## **УзРТСБ подвела итоги 11 месяцев 2010 года**

За 11 месяцев 2010 г. товарооборот на Узбекской республиканской товарно-сырьевой биржи (УзРТСБ) составил 130 млн долл., что в два раза больше аналогичного периода прошлого года. Лидером продаж стал полиэтилен, доля которого хотя и снизилась к аналогичному периоду 2009 г., тем не менее, составила более 40% рынка. За январь–ноябрь текущего года, объем поставок цемента увеличился в два раза, в 10 раз вырос рынок минеральных удобрений. ■

