Содержание

№2 февраль 2009

Всемирный инвестиционный
Владимир Евстигнеев рассказывает главному редактору «ВН» Ирине Слюсаревой, почему обслуживание американского государственного долга в равновесных условиях обошлось бы американскому правительству значительно дороже, и по какой причине капитализация выше уровня free float интуитивно воспринимается массой участников российского рынка как спекулятивно надутый пузырь.

14

ТЕМА НОМЕРА: РОССИЯ-2009: ВАРИАНТЫ ВСЕГДА ВОЗМОЖНЫ

4 **Нескучная русская жизнь**
Управляющий директор группы компаний «Тройка Диалог» Андрей Шаронов рассказывает главному редактору журнала «Вестник НАУФОР» Ирине Слюсаревой о том, почему финансистов начинают интересовать водоотведение, коммунальный транспорт и эксплуатация жилого фонда и как реализуется государственно-частное партнерство.

20 **Переписываем набело**
Директор отдела структурированных продуктов ING Wholesale Banking Степан Амосов расказывает главному редактору «ВН» Ирине Слюсаревой, почему сегодня в мире уже не существует безрисковых активов, а также о том, кому именно нужны CDS — кто их покупает, у кого и в каких количествах.

ЮРИДИЧЕСКАЯ ПРАКТИКА

26 **Инсайдеров — за решетку**
О некоторых аспектах уголовно-правовой охраны рынка ценных бумаг за рубежом.

ЭКСПЕРТНОЕ МНЕНИЕ

30 **Дно за дном**
Начало 2009 года для российского финансового рынка выдалось довольно тяжелым. По итогам первых двух рабочих недель рубль продемонстрировал рекордное падение и к доллару, и к евро. Акции российских компаний после локальной передышки, зафиксированной в конце прошлого года, возобновили падение.

МИРОВЫЕ ФИНАНСЫ

34 **Фондовый рынок КНР**
Проводимые реформы делают финансовый рынок КНР все более открытым и значимым для экономики страны.

ЗАДАЧА / РЕШЕНИЕ

40 **Расширение инструмента**
Роль и место депозитария в процессе кредитования ценными бумагами — правовые аспекты.

ИСТОРИЯ

60 **Денежное многообразие Российской империи**
История денежного обращения Российской империи от иностранных монет азиатских государств до реформ Витте.

Шанс измениться
В Москве в течение трех дней февраля работал инвестиционный «Форум Россия 2009», организованный компанией «Тройка Диалог».

52

КНИЖНАЯ ПОЛКА

Евстигнеев В. Р. Прогнозирование доходности на рынке акций

64

Россия-2009: варианты возможны всегда

Перед входом в здание московского Центра международной торговли располагается статуя бога Гермеса (в римской версии он Меркурий). Греки, как известно, изображали божество трейдинга в виде стройного юноши, обутого в крылатые сандалии. Ровно в таком виде могут теперь его созерцать на Красной Пресне как москвичи, так и гости столицы, посещающие ЦМТ. Легконогий Трисмегист поспешает по делам танцующей походкой, и его бронзовые греческие плечи присыпаны российским снежком.

Каким конкретно бизнесом он занят? Греки считали Гермеса богом торговли, интеллекта, ловкости, обмана и красноречия, покровителем гимнастов, послов, пастухов. В этом ряду с очевидностью отсутствует профессия, хорошо знакомая читателям нашего журнала. Но ни в Древнем Риме, ни даже в Древней Греции (в которой есть все) фондового рынка еще не существовало.

А сейчас он есть и переживает тяжелые времена. Это не помешало компании «Тройка Диалог» провести (кстати, в помещении ЦМТ) масштабный Форум, на котором финансисты (и не только) из многих стран пытались найти ответы на, как сейчас принято формулировать, вызовы времени. Мероприятие посетило свыше тысячи человек! Люди хотели работать, влиять на собственное будущее.

Ведь зачем Гермесу крылья на пятках? Чтобы, летая повсюду, успевать справиться с задачами дня.

Ирина Слюсарева :)

Вестник НАУФОР

Издание зарегистрировано в Комитете РФ по печати
Свидетельство о регистрации № 018649 от 31.03.99
Издается ежемесячно с октября 1996 г.

Главный редактор **Ирина Слюсарева**

Редакционный совет
Анатолий Аксаков, заместитель председателя Комитета Государственной думы по кредитным организациям и финансовым рынкам
Сергей Васильев, заместитель председатель Внешэкономбанка
Анатолий Гавриленко, председатель наблюдательного совета группы компаний «АЛОР»
Геннадий Марголит, заместитель генерального директора ЗАО «ФБ ММВБ»
Григорий Марченко, председатель правления Национального банка (Республика Казахстан)
Яков Миркин, директор Института финансовых рынков и прикладной экономики Финансовой академии при Правительстве РФ, председатель Совета директоров ОАО «ИК «Еврофинансы».
Алексей Тимофеев, председатель правления НАУФОР
Дмитрий Шацкий, вице-президент РТС

Редакционная коллегия
Евгений Данкевич, управляющий директор ОАО «Брокерский дом «Открытие»
Александр Ермак, директор департамента аналитических исследований ГК «Регион»
Олег Иванов, эксперт Комитета ГД по кредитным организациям, вице-президент Ассоциации российских банков
Владислав Кочетков, пресс-секретарь компании «Финам»
Ольга Кудинова, заместитель председателя правления НАУФОР
Юрий Минцев, вице-президент ИК «Брокеркредитсервис»
Александр Трегуб, советник председателя правления НАУФОР
Борис Черкасский, вице-президент ДКК
Александр Щеглов, генеральный директор ИК «Церих Кэпитал Менеджмент»

Редакция
Шеф-редактор **Владимир Кузнецов**
Ответственный секретарь **Лидия Ни**

Фото на обложке и в интервью **Павел Перов**
Иллюстратор **Евгений Тонконогий**
Цветоделение и препресс **Ксения Клюкина**

Учредитель **НАУФОР**
109147, Москва, Воронцовская ул., д. 35Б, стр. 1
Тел./факс: (495) 787-77-74, 787-77-75
vestnik@naufor.ru

Издатель **КЦ НАУФОР**

Автор макета **Петр Пирогов**

По вопросам подписки и приобретения журнала обращайтесь по телефонам +7 (495) 730-53-52, 730-53-17.
www.dex.ru

Отпечатано в типографии ООО «Офсет-экспресс»
119620, г. Москва, Солнцевский пр-т, д. 11, кв. 236
Заказ №
Тираж 1500 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 допускается только по согласованию с редакцией.

В Совете директоров НАУФОР

Совет директоров НАУФОР на заседании 16 февраля принял ряд важных решений.

Утверждение состава Третейского суда

Утвержден новый состав Третейского суда НАУФОР на 2009–2010 годы и его председатель. В него вошли известные на фондовом рынке юристы, финансисты, адвокаты. Председателем Третейского суда НАУФОР переизбран адвокат Московской городской коллегии адвокатов Геннадий Шаров.

Третейский суд НАУФОР существует с 1996 года, за это время в нем было рассмотрено более 150 дел. В настоящее время на рассмотрении находятся четыре дела.

Стандарты НАУФОР

Поддержана работа по разработке концепции взаимодействия с фондовыми биржами в области управления рисками. Исполнительным органам НАУФОР поручено продолжить консультации по этому вопросу с ФСФР России, фондовыми биржами и другими саморегулируемыми организациями.

Совет директоров также поручил завершить подготовку проекта стандартов, направленных на предупреждение манипулирования и использования инсайдерской информации, а также подготовить стандарты услуг, связанных с публичным предложением ценных бумаг.

Ранее ФСФР России направила в НАУФОР письмо, в котором указывалось на актуальность задач по регулированию отношений, связанных с оказанием услуг по организации выпуска ценных бумаг, а также с противодействием манипулированию, и на важную роль СРО в установлении таких стандартов.

Стандарты НАУФОР «Оказание услуг при публичном предложении ценных бумаг», разрабатываемые НАУФОР в рамках общей работы над Кодексом НАУФОР, в настоящее время находятся в высокой степени готовности и могут быть представлены на рассмотрение профильного комитета в ближайшее время.

Ранее сообщалось о готовности НАУФОР представить к обсуждению правового комитета НАУФОР стандарты «Предупреждение недобросовестных действий», разработанные для противодействия манипулированию и использованию инсайдерской информации.

Подготовленные стандарты, как ожидается, будут представлены на рассмотрение профильных комитетов НАУФОР в течение ближайшего месяца.

Общее собрание НАУФОР

Совет директоров НАУФОР принял решение о проведении общего собрания членов ассоциации 21 мая 2009 года, на котором будет рассмотрен проект основных направлений деятельности в 2009 году.

Ассоциация намерена участвовать в разработке законопроектов, предусмотренных утвержденной Стратегией развития финансового рынка РФ на период до 2020 года, а также Концепцией создания международного финансового центра в РФ.

НАУФОР сконцентрирует усилия над подготовкой изменений в Налоговый кодекс в части уточнения налогообложения операций при размещении и обращении российских депозитарных расписок, уточнения порядка налогообложения операций РЕПО, исключения обязанности организаций по переоценке опционов, а также в закон «О рынке ценных бумаг» в части регулирования деятельности инвестиционных консультантов и предоставления услуг розничным инвесторам.

Кроме того, НАУФОР намерена участвовать в работе над законопроектами «О центральном депозитарии», «О клиринге», «О рынке ценных бумаг» в части упрощения процедуры эмиссии ценных бумаг для квалифицированных инвесторов.

Андрей Шаронов
Управляющий директор
группы компаний «Тройка Диалог»

Нескучная русская жизнь

Международный опыт свидетельствует, что большие сегменты инфраструктуры можно превратить в бизнес и реализовать с минимальным участием государства. Управляющий директор группы компаний «Тройка Диалог» Андрей Шаронов рассказывает главному редактору журнала «Вестник НАУФОР» Ирине Слюсаревой о том, почему финансистов начинают интересовать водоотведение, коммунальный транспорт и эксплуатация жилого фонда и как реализуется государственно-частное партнерство.

— Андрей Владимирович, переходя на работу из МЭРТ в «Тройку Диалог», вы говорили о том, что в министерстве занимались широким кругом вопросов и хотели бы сохранить диапазон «от социалки до инвестиций, от венчура до библиотек». Удалось ли вам это сделать? Стимулирует ли работа в частном бизнесе ваш личностный рост, дает ли возможности расти и меняться? Ставит ли новые по типу задачи?

— Круг вопросов, которым занимается МЭРТ, максимально широк, и к нему достаточно трудно что-то прибавить. В «Тройк» я по-прежнему продолжаю заниматься рядом вопросов, близких к тем, что курировал в МЭРТе, – например, развитием нормативной базы, но уже в интересах российского фондового рынка и компании, работающей на этом рынке. В сфере моего профессионального внимания находится законодательство об инвестиционных фондах, о рынке ценных бумаг, об акционерных обществах, об инвестировании пенсионных средств и о других способах управления активами, а также Налоговый кодекс. Прежде, в министерстве, мне тоже приходилось заниматься внесением изменений в законодательство. Эта тема очень востребована, поскольку если правовая среда недостаточно развита, создать эффективно работающий сектор или успешную международную компанию невозможно. Это как минимум усложняет деятельность, как максимум — лишает возможности пользоваться всеми теми инструментами, которыми пользуются иностранные конкуренты.

В «Тройке» я занимаюсь также инфраструктурными и отдельными инвестиционно-банковскими проектами, развитием региональной сети нашей компании (мы представлены в 24 регионах России и не намерены на этом останавливаться).

Словом, в сфере моей компетенции в «Тройке» находится множество тем, которыми я прежде либо

не занимался, либо занимался не в такой полной мере. Теперь же приходится углубляться.

— В каких именно инструментах, присутствующих на западных рынках, отечественный рынок нуждается особенно сильно?

— Их довольно много, но имеет смысл начать перечисление с производных инструментов, поскольку этот аспект деятельности фондового рынка более всего нуждается в доработке с точки зрения законодательства.

Существенное значение имеет также правильная организация расчетно-учетной инфраструктуры, где все упирается не только в российскую нормативную базу. Нужно также добиваться признания нашей инфраструктуры со стороны международных игроков. Это как минимум могло бы снизить транзакционные издержки, а как максимум – привести в Россию инвесторов, которые сейчас на нашем рынке не работают, считая, что здесь нет надежной инфраструктуры, и риски потери активов достаточно высоки.

— Мы нуждаемся в том, чтобы развивать рынок производных, даже несмотря на те проблемы, которые он сейчас генерирует на мировых рынках?

— В некотором смысле этот сектор действительно стал тем мыльным пузырем, который, лопнув, перерос в мировой финансовый кризис. Но это говорит лишь о том, что необходимо усилить регулирование этого сегмента. Я имею в виду не только регулятивные обязанности государства или, точнее, государств, поскольку здесь встает вопрос межгосударственного регулирования. Государства должны задавать стандарты, формулировать обязанности профессиональных участников рынка по раскрытию информации. А часть контрольных функций профессиональное сообщество может осуществлять и само.

Звучит довольно общо, но применительно к фондовому рынку такое разделение функций может сработать.

— Существующие институты межгосударственного регулирования, как бы это мягко сказать, учитывают интересы различных государств не в равной мере. Интересы одной всем известной страны на мировом финансовом рынке защищены наиболее сильно. Какой интерес Америке уступать свое лидерство?

— Можно по-разному относиться к американскому финансовому рынку и к американской экономике. Тем не менее исторически сложилось так, что после Второй мировой войны Америка стала самой крупной экономикой и финансовой системой мира. Кроме того, США — эмитент самой востребованной резервной валюты. Доллар сегодня является основным прибежищем для инвесторов, которые накопили значительные средства и не понимают, куда их инвестировать.

Можно, конечно, углубляться в тему и задавать вопрос, насколько устойчива такая система, и где тот предел, когда безудержная эмиссия долларов и казначейских облигаций насытит все рынки, а инвесторы отвернутся от этих активов в силу того, что они уже ничем не будут обеспечены.

И все же стоит признать, что Америка сегодня остается крупнейшей экономикой и финансовым центром мира и, наверное, поэтому многие стандарты задает именно она, а именно государственные регуляторы и профессиональные сообщества США.

С другой стороны, любая страна, заинтересованная в приходе инвесторов, должна говорить с ними на одном языке. И если мы хотим, чтобы американские инвесторы (или инвесторы, работающие в американской юрисдикции) пришли на наш рынок, мы должны создать им комфортные условия. Комфортными же для них в значительной степени являются именно те условия и стандарты, которые эволюционно сложились на финансовом рынке США и других развитых рынках.

Поэтому речь идет о том, чтобы ввести для этих инвесторов, от которых мы хотим получить ресурсы, удобную для них практику.

Конечно, можно попробовать все это игнорировать и создавать свои правила, но вот только вряд ли они устроят внешнего инвестора. А инвестиционные возможности внешнего и внутреннего финансового рынка для России несопоставимы, и эту разницу следует учитывать.

Следовательно, мы должны двигаться в сторону унификации стандартов, опираясь на наиболее распространенную в мире практику. Если речь идет о стандартах учета, то целью является принятие МСФО – наиболее современного и простого стандарта. Характерно, кстати, что и американцы наконец заявили о грядущем переходе на МСФО, предпочтя их своим GAAP.

— Совсем недавно в Москве прошел «Форум Россия 2009», организованный «Тройкой Диалог». Какие цели ставили перед собой организаторы, удалось ли их достичь? Что в работе Форума было самым важным, принципиально новым?

— Этот Форум стал уже вторым. При его проведении мы постарались учесть уроки первого Форума, тоже, на наш взгляд, успешного. Поэтому ожидания в отношении нынешнего мероприятия были достаточно высокими.

У нас была простая задача — сделать лучший форум в России в своей нише. (Следует заметить, что по тематике Форум все-таки не универсален и в значительной степени посвящен финансовым вопросам, хотя и общеэкономической тематики там было достаточно, кроме того, присутствовали и политические аспекты).

Аудитория собралась достаточно специфическая, особенно если говорить об иностранцах, а их на Форуме работало более 300 человек. К нам приехали инвесторы, эмитенты, профессиональные участники рынка – по большей части наши клиенты, люди, с которыми мы работаем. Аудитория из России была аналогичной по составу, но значительно более многочисленной. Присутствовали также отечественные чиновники, бизнесмены, представители экономической науки. В

целом собралось более тысячи участников, а спикеров было порядка 120.

Смею надеяться, что мы смогли решить поставленную задачу: в этом сегменте мероприятий подобного класса прежде не было, хотя бы с точки зрения качества спикеров, на которое мы обращали самое серьезное внимание. В этом году мы также попытались серьезно улучшить качество модерирования дискуссий. Даже самого интересного спикера можно плохо подать аудитории, если модератор недостаточно подготовлен.

Мы волновались, что местом проведения стал не Гостиный двор, как в прошлый раз, но в итоге получилось даже уютнее и эргономичнее: многие участники жили в гостинице при Центре международной торговли, а Форум проходил в самом Центре.

Мне понравилась доступность всех элементов Форума: информационных, рекреационных и так далее.

Но самое главное – это, конечно, содержание, то есть выступления спикеров и та дискуссия, которую они порождали. В подавляющем большинстве сессий спикерам было интересно общаться друг с другом.

Мы попытались максимально избежать монологов. «Говорящие головы» — это тоже интересно, но гораздо плодотворнее, когда спикеры начинают спорить друг с другом, а зал может включиться в дискуссию. В результате возникает значительный заряд – не только информационный, но и эмоциональный.

— Тот факт, что в споре рождается истина, отмечен примерно три тысячи лет назад, мне кажется?

— Мы как раз не претендуем на то, чтобы в конце каждой сессии рождалась истина. Более того, иногда нас спрашивают: как сказанное на Форуме может повлиять на государственную политику, на решения ответственных лиц? Единственный возможный ответ: не знаем! Каждый делает из услышанного собственные выводы.

Мы пытались максимально широко представить оценки определенных ситуаций, они зачастую были противоречивы, но никто не возьмет на себя смелость отделить правильное от неправильного.

Форум показал разнообразие мнений, оценок и проблем, и все участники могут сделать выводы из полученной информации.

— На Форуме вы модерировали панель, на которой обсуждались проблемы отечественной инфраструктуры. Каковы наиболее важные инфраструктурные российские проблемы? И как могут здесь сочетаться усилия бизнеса и государственной власти?

— Я бы разделил две темы: инфраструктуру вообще и инфраструктуру в период кризиса.

Возможно, кризис — не самое лучшее время для того, чтобы заниматься инфраструктурой. Лучшее время – это тучные годы, которые мы, к сожалению, в значительной степени пропустили.

Я недавно узнал, что дороги, которые американские безработные строили в период Великой депрессии, имеют очень плохое качество. Вообще сейчас о Великой депрессии много пишут, и эта информация противоречит тем представлениям, которые еще недавно считались общепринятыми. Первоначально считалось, что пришел великий Рузвельт, закачал государственные деньги, безработные стали быстро строить дороги, и экономика заработала совершенно замечательно.

Но было не так.

Сейчас многие склонны считать, что в результате деятельности Рузвельта депрессия как раз затянулась. Рузвельт ввел жесткое регулирование, в том числе ценовое, поставил предпринимателей в крайне невыгодные условия. Экономика США восстановилась, а затем и выросла во многом благодаря Второй мировой войне, когда американская промышленность стала получать крупные оборонные заказы. Послевоенный период также дал Америке дополнительное

преимущество, поскольку экономики европейских стран находились в тяжелом состоянии.

Словом, считать, что мы сейчас можем направить российских безработных строить дороги и это решит все проблемы, было бы ошибкой. Люди, потерявшие работу, вряд ли хотят строить дороги (по крайней мере большинство из них) и вряд ли обладают необходимой для этого квалификацией. Умения махать лопатой совершенно недостаточно, современная дорога — это дорогое высокотехнологичное сооружение. То же можно сказать о канализации, водопроводе, линиях электропередачи.

И нужно отдавать себе отчет в том, что в кризис возможности государства сокращаются, в том числе возможности финансирования инфраструктуры. Если государству придется выбирать, финансировать ли новую дорогу или выполнить свои обязательства по пенсиям и заработным платам, то выбор тут совершенно очевиден.

Поэтому инфраструктурой было бы правильно заниматься в хорошие времена.

Теперь что касается состояния инфраструктуры и ее перспектив в России.

Общим местом стали разговоры о недостаточном качестве и количестве отечественной инфраструктуры. Отчасти этот дефицит обусловлен объективными причинами: в стране слишком большая территория и низкая плотность населения. Второй важный момент касается социальной инфраструктуры: школ, больниц, социальных учреждений и состоит в том, что страна еще во многом живет по социалистической модели. Многие наши соотечественники считают, что учреждения, производящие общественное благо, государство должно строить за свои деньги. Во многих случаях так и будет. Но есть международный опыт, свидетельствующий о том, что большой сегмент социальной инфраструктуры имеет отчетливые бизнес-перспективы. Проекты в такого рода сегментах можно реализовать с минимальным участием государства, они будут строиться и поддерживаться за счет денег пользователей.

Это не универсальная схема: все дороги не могут быть бесплатными, и в равной степени все они не могут быть платными.

Но увидеть сегмент, трансформируемый в бизнес, очень важно. Государство пыталось это сделать, но запустить механизм пока не удалось.

В 2005 году появились даже деньги — и государственные, и частные — на строительство транспортной и иной инфраструктуры, но само строительство так и не началось. Я говорю сейчас об известных объектах: о дорогах Москва-Петербург и Москва-Минск, о Северо-Западном скоростном диаметре, Орловском тоннеле, дорогах в Тыве и Читинской области, алюминиевом заводе и Богучанской ГЭС.

Все подготовительные процедуры в этих проектах сильно затянулись, риски участия инвесторов – и регулятивные, и экономические – по-прежнему остаются высокими.

— Могут ли сейчас в России реализоваться инфраструктурные проекты в социальной сфере?

— Одна из стран, наиболее продвинувшихся в государственно-частном партнерстве, — Великобритания, причем в первую очередь именно в социальной сфере: строительстве больниц, школ, даже тюрем.

Мы в нашей ситуации к такому опыту еще не подошли. Во-первых, нет окончательного решения относительно модели реформирования образования и здравоохранения. В здравоохранении уже появляются частные провайдеры услуг. Но остается фундаментальное противоречие в государственной медицине: не урегулирован объем бесплатных услуг, предоставление которых берет на себя государство. Оно до сих пор четко не определило, какие услуги будут бесплатными, а какие — платными и для каких категорий граждан, потому что опасается негативных социальных последствий. Но и делать того, что от него ожидают, оно не может, поскольку не имеет денег на оплату ожидаемого объема услуг.

У нас не урегулированы источники финансирования и существует многоканальная система, которая портит всю экономику и создает возможности для злоупотребления. У нас нет системы сдержек и противовесов, каковыми в нормальной медицине являются врач и страховой агент, обладающий экспертизой. Ни стоимость, ни целесообразность лечения никем не оспаривается, хотя и то, и другое в нормальной экономике должно присутствовать.

То же самое можно говорить о системе образования.

В результате мы пока институционально не готовы к тому, чтобы развивать концессии в социальном секторе.

– А какие инфраструктурные проекты в России можно развивать? И в какие проекты пошла бы компания «Тройка Диалог»?

Надо понимать, что «Тройка Диалог» все-таки не инфраструктурный монстр. Но мы думаем на эти темы, и наиболее близкие нам области – водоснабжение, водоотведение, а также утилизация твердых бытовых отходов. А в более далекой перспективе – теплоснабжение, коммунальный транспорт и эксплуатация жилого фонда. Проекты в этих зонах нам интересны, и сейчас мы видим их коммерческую перспективу. (Такой перспективы мы пока не видим, например, в платных дорогах, так как там довольно много рисков.)

Сейчас мы выстраиваем долгосрочное сотрудничество с несколькими муниципалитетами в названных зонах. Схема работы может быть примерно такой. Муниципальные власти объявляют конкурс на выбор компании, которая возьмет в концессию водопроводный комплекс города. Отбор может вестись по критерию дешевизны предоставляемых услуг. Дальше возможна передача в

долгосрочную концессию активов, в состав которых могут включаться системы водоснабжения, водозабора и канализации с сохранением их в муниципальной собственности.

Мы начали заниматься подобной деятельностью недавно и пока что только обсуждаем возможное сотрудничество. Наша цель – создание национального оператора в этом секторе. Как показывает опыт других стран, подобные проекты хорошо работают даже в городах с плохим состоянием водопроводной системы.

— А как вы находили партнеров?

— В результате сочетания объективных и субъективных факторов. Работать планируем с муниципалитетами, но при поддержке региональных властей. Для того чтобы проект был перспективным, в регионе должен быть внятный губернатор – дружественный к инвесторам, реально оценивающий ситуацию, готовый к решительным шагам, в том числе, непопулярным. Имеет значение также состояние самого сегмента.

«Тройка Диалог» при этом останется финансовой компанией, но у нас есть несколько индустриальных партнеров. Один из них – французская компания «Veolia Water», самая крупная в мире, которая занимается водо- и теплоснабжением, утилизацией твердых бытовых отходов и муниципальным транспортом.

Индустриальными аспектами мы заниматься не собираемся, наша задача чисто финансовая — привлечь финансирование с рынков капитала.

— Но что дает подобная деятельность финансовой компании – страхует риски деятельности на финансовом рынке?

— Привлечение капитала в устойчивый бизнес — это прямая сфера деятельности финансовой компании. Жилищно-коммунальный бизнес интересен тем, что за него каждый день платят, даже в условиях экономического кризиса. Домохозяйства — одни из самых дисциплинированных плательщиков.

Квасной патриотизм — одна из самых неприятных вещей, вредных и неискренних. Люди, защищающие ту Россию, которая есть, обманывают в первую очередь себя. Любой человек хотел бы жить в развитой современной стране, где существует верховенство права, где господствует достоинство личности и реализовано еще много столь же универсальных и важных вещей.

Мы должны привлекать в эти проекты инвесторов и структурировать проекты таким образом, чтобы соотношение риск/доходность выглядело приемлемым для инвестирования.

— А как сюда привлекается чиновник? И нужен ли он в инфраструктурных проектах?

— В инфраструктурных проектах практически всегда необходимо участие государства, которое, как правило, является либо собственником инфраструктуры, либо регулятором тарифов на эту инфраструктуру. Инфраструктура — это всегда государство и иногда частный инвестор. Модель государственно-частного партнерства состоит в том, чтобы заместить государство частным инвестором там, где это возможно.

— Каковы недостатки нашей финансовой инфраструктуры?

— Наши лидеры уже признали публично, что именно слабость нашей финансовой инфраструктуры привела к столь быстрой трансформации финансового кризиса в экономический. Все случилось моментально. Одна из проблем финансовой системы – незавершенность институциональных реформ.

Но это и более общая проблема. Мы не завершили институциональные реформы «по всему спектру» и быстро переключились на ручное управление. Программа реформ, обсуждавшаяся в 2000 году, по-прежнему актуальна — она до сих пор не выполнена. Мы должны постоянно возвращаться к тем задачам, которые в ней фундаментально сформулированы.

Недореформированность регулирования сказалась и на состоянии финансовой системы. Кроме того, проблемой являются физические масштабы системы: она еще не успела нарастить массу, и это сказалось на быстроте развития кризиса. Например, более половины (53%) всего нашего долга — и государственного, и корпоративного, и банковского, и долга домохозяйств — было профинансировано иностранцами. С одной стороны, неплохо, что мы смогли их привлечь. С другой стороны, когда они исчезли, средств для замены не оказалось.

Деньги институциональных инвесторов у нас составляют 4% от ВВП, а в мире эта цифра — от 80 до 120%. Таким образом, возможности нашей финансовой системы по финансированию отечественной экономики минимальны.

И какие-то решения, позволяющие, по крайней мере, минимизировать эту проблему, могли быть приняты раньше.

— У нас еще и среда негативна для предпринимательства. Общество не нацелено на созидательный труд, в бизнесмене видят скоробогатея, но не работника.

— Эта тема часто возникает при узких обсуждениях и не очень популярна в официальных заявлениях. Приятнее говорить о том, какой мы, русские, великий народ. Нам мешают достаточно устойчивые комплексы, хотя они не имеют патологического характера и не фатальны. Часть из них сложилась еще в досоветское время.

У нас не сформирована психология работы на себя «вдолгую». И последние 20 лет было немало случаев, когда народ считал, что государство решает проблемы за его счет, и практически утверждался в своих худших опасениях. Поэтому он отвечал государству тем же.

Можно долго диагностировать это состояние, но важнее найти ответ на вопрос «что делать?».

У нас этатистское государство, слово правителя в нем значит очень много. И поскольку авторитет существует, его можно было бы использовать для пропаганды новых образцов деятельности. Хотя и многие из тех, кто называет себя предпринимателями, демонстрировали образцы негативного поведения. Это тоже надо изживать, и здесь важна роль профессионального сообщества.

Многие люди воспринимают чиновника как источник своего благополучия, хотя реально он лишь распределяет. А создает предприниматель и его наемные работники.

Нам нужен длительный и честный процесс избавления от этих стереотипов. И без участия первых лиц государства сделать это не получится. Лидеры страны должны демонстрировать уважительное отношение к добросовестному предпринимательству, к людям, которые берут на себя риски, придерживаются корпоративных стандартов и несут социальную ответственность.

— Нравится ли вам работать в России?

— Перед Россией стоит огромное количество вызовов, которые делают жизнь в ней нескучной, хотя иногда более скучная жизнь была бы, наверное, приятнее. Но мне не близки идеи слепого преклонения перед «своим, родным». Понятие родины складывается из конкретных действий конкретных людей, из конкретных традиций, с частью которых соглашаться нельзя категорически.

Любой человек хотел бы жить в современной развитой стране, где существует верховенство права, где во главу угла ставится достоинство личности, и реализовано еще много столь же универсальных и важных вещей. ◻

Владимир Евстигнеев
доктор экономических наук, профессор,
зав. кафедрой ГУ ВШЭ,
зав. сектором ИМЭМО РАН

Всемирный, эмиссионный

Человечеству, возможно, придется создавать новый финансовый порядок: какие именно институты он может в себя включать?

Владимир Евстигнеев рассказывает главному редактору «ВН» Ирине Слюсаревой, почему обслуживание американского государственного долга в равновесных условиях обошлось бы американскому правительству значительно дороже, и по какой причине капитализация выше уровня free float интуитивно воспринимается массой участников российского рынка как спекулятивно надутый пузырь.

— Владимир Рубенович, вы — представитель академической науки о финансовом рынке. Связь отечественной науки с отечественным же рынком, сдается мне, не очевидна (и это мягко говоря). Думаю, в Америке (как на самом развитом рынке) положение иное. Там, скажем, сразу стали рефлектировать по поводу кризиса, печатать статьи, выпускать монографии. Вообще, там наука как-то больше на переднем крае, или я ошибаюсь?

— Общественные вопросы и финансовый рынок — это такая проблема, которая невольно провоцирует пишущих и говорящих о ней на некоторую идеологическую ангажированность, как бы они (и мы с вами) ни пытались быть нейтральными мировоззренчески. Например, я ангажирован праволиберальным мировоззрением, кто-то ангажирован «розовым» уклоном. Каждый видит свое.

На самом деле такая рефлексия по большей части оказывается предвзятой. Кто-то скажет: «Ага! Кризис! Доллару осталось жить считаные дни!» Кто-то, наоборот, будет выискивать доказательства того, что финансовая система США сильна, и конкретно национальной американской финансовой системе мало что угрожает. И то, и другое неправильно. Фундаментальная наука прежде всего потому и нужна, чтобы иметь точку отсчета, умственные и интеллектуальные инструменты — для того, чтобы пытаться оценивать ситуацию с меньшей предвзятостью (полностью от ангажированности мы никогда не освободимся).

Да, действительно в Америке на кризис отреагировали практически сразу. Хотя Гринспен сказал бы, что следовало на несколько лет раньше усложнить доступ к кредитованию путем выпуска производных финансовых инструментов, вести строгий контроль по забалансовым счетам, на которых отражаются производные инструменты и так далее.

Концепция эффективного рынка, мягко говоря, далеко не универсальна. Даже на американском рынке она иногда оказывается очень сильно притянута за уши. Достаточно сказать, что эта концепция требует, чтобы значения доходности относительно прироста цен подчинялись нормальному распределению.

— На несколько лет раньше — это как раз в то время, когда председателем ФРС был сам Гринспен, очевидно?

— Ну, задним числом он признает теперь свои ошибки.

Но и в Америке возник поток публикаций, которые поют почти в унисон с российскими левыми, что доллару осталось жить считаные дни, в крайнем случае — считаные кварталы. Я не могу согласиться с этим. Но не могу также сказать, что проблем — острых проблем! — там нет. Дело в том, что если мы посмотрим на американскую норму сбережения, то увидим, что за последние годы она крутится вокруг нуля, иногда даже становясь отрицательной. Вместе с тем на доступности инвестиционных ресурсов такое положение практически не сказывается. Возникает вопрос: за счет чего же финансируются инвестиции, когда домохозяйства практически не сберегают?

Оказывается, в мировой финансовой системе возникло более сложное равновесие, которое, в частности, связано с особым положением Китая и Индии.

В Китае — запредельно высокая норма сбережения, та, которая может обеспечиваться только насильственными методами ограничения текущего потребления. Если не ошибаюсь, она зашкаливает за 40%. При том, что нормальной можно считать 8–10%, как и было в Америке до последнего десятилетия, до начала безудержного роста доступности инвестиционных ресурсов. У китайцев нет права свободного открытия валютных счетов (в Китае действует система принудительной продажи валютной выручки). Огромное положительное сальдо китайского торгового баланса в торговле с Америкой приходит на счета в Китай в виде долларовой выручки китайских экспортеров. Эта выручка принудительно продается, обменивается на юани и оказывается на счетах инстанции, осуществляющей принудительную покупку, то есть, в конечном счете, в распоряжении китайских денежных властей. Затем она очень активно вкладывается в финансирование американского государственного долга. Приблизительно четверть американского государственного долга, находящегося в портфеле нерезидентов, приходится на Китай (и примерно столько же — на Индию).

В итоге получается равновесие более сложного порядка, более сложного уровня. С одной стороны, американцы позволяют себе практически не сберегать, с другой стороны, доступ к инвестиционным ресурсам мало ограничивается, потому что фактически все инвестиции финансируются через огромный государственный долг США. Но этот долг, фантасмагорически огромный американский государственный долг, не является чисто эмиссионным и поэтому не приводит к инфляции. Равновесие достигается на мирохозяйственном уровне, где важную роль играет именно китайское принудительное сбережение, а также свой вклад вносят Япония и отчасти Германия.

— Принято считать, что эмиссия обеспечивается объемом национального ВВП. То есть, получается, что американская эмиссия обеспечивается китайским ВВП?

— Это не строгая формулировка, но проблема здесь есть.

Другая проблема состоит в том, что американские государственные облигации, прежде всего 10-летние, пользуются избыточным спросом как условно безрисковый актив для совокупного мирового инвестора. Даже начиная с августа 2007 года, когда прозвучали первые публично слышимые «раскаты» финансового кризиса, деньги ушли не из американской финансовой системы вообще, а из одного сегмента этой системы — в другой. Они были переложены в сегмент государственных бумаг.

И так бывает всегда. Поэтому спрос на бескупонные облигации завышен, и соответственно, доходность их оказывается занижена. Обслуживание американского государственного долга обошлось бы американскому правительству значительно дороже, чем это происходит сейчас, если бы стоимость этого обслуживания формировалась на рыночных условиях.

Есть красивый способ оценки условно безрисковой ставки доходности в данной национальной финансовой системе. Возьмем, к примеру, 30 бумаг, входящих в корзину индекса Dow Jones Industrial Average, и с их помощью попытаемся выявить имплицитную, скрытую, равновесную доходность условно безрискового актива в Америке. Мы увидим, что эта доходность (если усреднить оценки на 10-летнем отрезке времени) будет долговременно приблизительно на 4 процентных пункта выше, чем эмпирически наблюдаемая доходность 10-летних облигаций. Иными словами, если возникает проблема с равновесием на мирохозяйственном уровне (которое определяет Китай в том числе), если проблемы доллара обостряются, и американские государственные облигации перестают столь однозначно восприниматься как условно безрисковый актив, то это быстро может привести к восстановлению значения рыночной доходности этих бумаг, близкого к равновесному. То есть обслуживание государственных бондов обойдется американскому правительству в полтора-два раза дороже, чем сейчас.

Это похоже на мину замедленного действия!

Таким образом, мы видим, что у американской финансовой системы, к сожалению, накопились серьезные про-

блемы. Вынужден наступить на горло своему мировоззрению и сознаться в этом. Тем не менее американская система, не в пример отечественной, гораздо здоровее, её проблемы подстерегают её в среднесрочной перспективе, это не текущий кризис.

— То есть мы переходим к вопросу о том, что думает российская финансовая наука о нынешней ситуации в российской финансовой системе?

— В науке существует два (в известной степени взаимоисключающих) фундаментальных подхода к тому, как формируется цена на финансовом рынке. Ограничимся фондовым рынком. Даже более конкретно — сегментом акций на рынке ценных бумаг. Подход, увенчанный множеством нобелевских премий, — это подход с точки зрения информационно эффективного рынка. Теоретическое описание информационно эффективного рынка основывается на центральной предельной теореме — теореме Ляпунова. И пафос (если говорить не о математике, а о качественном, содержательном наполнении этого подхода) заключается в том, что для ценообразования не важно, по какому закону формируются индивидуальные субъективные ожидания участников рынка. Если рынок мало манипулируем, если он отличается глубиной и сопротивляемостью (то есть одна отдельно взятая сделка не способна переменить микротренд), то в этих условиях работает центральная предельная теорема.

Однако концепция эффективного рынка, мягко говоря, далеко не универсальна. Даже в отдельно взятом нами случае — на американском рынке — она иногда оказывается очень сильно притянута за уши. Достаточно сказать, что эта концепция требует, чтобы значения доходности относительно прироста цен (хотя бы на том же самом рынке акций) подчинялись нормальному распределению. Статистическая проверка того, как именно распределены значения доходности даже сотни наиболее лик-

Одно из важнейших следствий фундаментального поведенческого закона заключается в том, что на рынке со слишком низким уровнем free float котировки воспринимаются участниками рынка как завышенные, даже если с точки зрения баланса эмитента этих инструментов все хорошо.

видных американских бумаг из корзины Standard&Poors, показывает, что они в преобладающем большинстве случаев нормальному распределению не подчиняются. То есть, со строго научной точки зрения, уже одного этого обстоятельства достаточно для того, чтобы подвергнуть очень сильному сомнению идею информационно эффективного рынка.

О чем же можно говорить в отношении рынка столь узкого, как наш? Где руководство финансовой системы похвалялось капитализацией, достигшей англосаксонских величин по отношению к национальному доходу, при том что эта капитализация была создана на полудюжине бумаг? На нашем узком и низколиквидном рынке концепция эффективного рынка тем более не будет действовать (даже несмотря на то, что она увенчана нобелевскими премиями).

— Какой же подход конкурирует с этой теорией в финансовой науке?

— Это подход противоположный, в рамках которого ожидания каждого отдельного участника рынка не усредняются до нормального состояния. Наоборот, в центре внимания оказывается именно поведенческий подход, основанный на исследовании природы принятия решений участниками рынка.

Поведенческие финансы — вещь очень сложная, которую трудно бывает выманить из заповедника чисто гуманитарных методологий. Когда за дело здесь берутся чистые психологи, получаются иногда просто смешные варианты. Поэтому чисто гуманитарная классификация сильно снижает доверие к поведенческим методам, применяемым при исследовании финансов. К счастью, есть возможность некоторые существенные для ценообразования выводы поведенческой науки выразить количественно. Один из таких важных выводов заключается в том, что на ожидания лиц, принимающих решения на рынке акций, воздействует только котировка обращающегося финансового инструмента, в той мере, в какой мере этот инструмент находится в свободной продаже. То есть часть эмиссии (если мы говорим об акциях), лежащая мертвым грузом на депозитарных счетах, не участвует в формировании субъективных ожиданий игроков на рынке.

Одно из важнейших следствий фундаментального поведенческого закона заключается в том, что на рынке со слишком низким уровнем свободного обращения (free float) котировки воспринимаются участниками рынка (мы сейчас говорим о поведенческом подходе) как завышенные, даже если с точки зрения баланса эмитента этих инструментов все хорошо.

Это означает, что такой рынок подвержен дополнительному очень существенному риску именно вследствие данной структурно-институциональной особенности — низкого уровня free float.

Почему я называю эту особенность не просто структурной, а структурно-институциональной?

Потому что эта статистически регистрируемая особенность очень тесно связана с качественным отличием данного рынка, а именно с устройством отношений собственности, с устройством самих эмитентов. Иначе говоря, если мы хотим, чтобы финансовые инструменты оценивались по справедливой (при всей условности этого понятия) рыночной стоимости, то должны стремиться к тому, чтобы корпоративная структура эмитентов была основана не на преобладании мажоритарного инвестора, тем более государства как инвестора. Должны быть обеспечены преобладание миноритарных инвесторов и высокая ликвидность самих инструментов. В этом случае их рыночная оценка будет близка к тому, что мы интуитивно подразумеваем под справедливой стоимостью. В случае противоположном эти инструменты — первые кандидаты на вылет.

— Известно, что на российском рынке free float многих бумаг не очень свободный...

— Еще приблизительно три года назад уровень свободного обращения (free float) российских акций составлял около 35%, если брать по медиане первого эшелона списка РТС. (Конечно, существенны отличия между свободным обращением обыкновенных и привилегированных акций, но мы этот чисто технический вопрос не будем сейчас принимать во внимание.) С тех пор медиана свободного обращения снизилась с 35 практически до 15%.

Это чудовищный, я бы даже сказал антипатриотический результат регулирования современной финансовой системы.

За это время Китай, который три года назад находился примерно на таком же уровне free float, повысил его примерно до 40%. А российский — понизился до 15%.

Конечно, все факты и цифры всегда врут, но если все-таки обратиться к цифрам, то посмотрите, как упала капитализация российского фондового рынка в кризис. Мера падения — это примерно единица минус значение free float. То есть тот объем акций, который находится за пределами «свободного плавания», не учитывается участниками рынка в принципе, для субъективистского игрока это несуществующий объем. Соответственно, капитализация выше уровня free float на интуитивном уровне воспринимается массой участников рынка как спекулятивно надутый пузырь, который при первой возможности сдувается.

— Такого рода проблемы у нас существуют только на рынке акций?

— Можно и нужно говорить о перекредитованности крупных эмитентов в облигационном сегменте рынка ценных бумаг. Мы знаем, что технические дефолты начались еще год назад, с прошлой зимы. Сейчас, несмотря на заявления о том, что положение многих наших отечественных чеболей (так несвоевременно народившихся на свет) оздоровляется, называть доходность, по которой котируются некоторые их выпуски облигаций, просто страшно. Цифры явственно приводят на память ситуацию 1998 года.

Даже если мы возьмем более «здоровые» выпуски облигаций наших крупных эмитентов, то доходность по ним (конечно, существенно связанная с доходностью межбанковского кредитного рынка и отражающая общий уровень риска в нашей экономике) тоже запретительна.

— То есть мы можем говорить о системном нездоровье отечественного финансового рынка?

— В этом отношении, возвращаясь к американской финансовой системе и пытаясь хоть в каком-то смысле сопоставить ее с российской, мы можем сделать следующий вывод. Если в американской финансовой системе мы видим угрозы средне- и долгосрочного характера, связанные с несколько причудливым характером формирования ресурсной базы для инвестирования, и угрозы, связанные с доходностью государственных облигаций, то в России мы наблюдаем гораздо более острые риски. Причем не средне- и долгосрочные, а краткосрочные и текущие. Поэтому меры, которые следует принимать в России для предотвращения реализации этих рисков, должны быть срочными. А угрозы для американского рынка носят менее срочный характер, так что у американских денежных властей и регуляторов еще есть время над ними поразмыслить.

Это не значит, что в Америке колокол еще не звонил. В частности, если мы посмотрим на индекс промышленного

производства, то увидим, что впервые за много-много лет в 2008 году кривая этого индекса перестала устремляться из нижнего левого угла в верхний правый угол графика. Там произошло проседание: видимо, с инвестированием не все в порядке. Так что колокол там звонит, но это пока первое предупреждение, пришедшее из реального сектора, имеющее не собственно финансовую природу.

Итак, сказав о разном временном горизонте проблем и рисков, угрожающих американской и отечественной финансовым системам, не могу не вернуться на короткое время к нелепостям регулирования российской экономики. В западных странах спасение финансового сектора с помощью государственного финансирования проходит, прежде всего, по линии выкупа плохих долгов и снижения рисков.

В России, к сожалению, упор был сделан на прямую накачку капитализации, на вброс денег из государственных резервов непосредственно на биржевой рынок для повышения стоимости конкретно акций конкретных эмитентов.

— Как вы оцениваете эту меру?

— Это исключительно вредный шаг. (Хотя, возможно, он полезен конкретным участникам рынка.) Дело в том, что рост компании при накачке капитализации с помощью государственных, то есть заведомо нерыночных средств, является вторичным, наведенным явлением. Обычно, наоборот, дополнительный спрос со стороны инвесторов является оценкой перспектив роста компании. В результате таких якобы мер по спасению рынок оказывается окончательно дезориентированным. В этой ситуации говорить о справедливой рыночной стоимости и, следовательно, о том, что рынок является локомотивом инвестиционного процесса, не приходится.

— Зачем вообще нужна справедливая цена для инвестиционного процесса?

— Это вопрос на самом деле не такой простой. Есть такой интересный феномен, как опережающий (в долгосрочном аспекте) рост капитализации по сравнению с ростом валового продукта и национального дохода. Это явление возникло в очень отдаленную историческую эпоху, чуть ли не перед Первой мировой войной, и продолжается почти сто лет. Природа явления тоже связана с особенностями формирования субъективных прогнозов участниками рынка.

Не вдаваясь в математические подробности, скажу, что на рынке, близком к информационно эффективному, оптимисты всегда будут несколько преобладать над пессимистами.

Это, кстати, говорит об опасности японской ловушки — дефляции. Если деньги продаются по нулевой ставке, то это приводит к тому, что преобладание оптимистов над пессимистами на рынке прекращается.

Но я сейчас говорю не об этих технических подробностях, а о том, что рост капитализации, то есть рост финансовой оценки перспектив компании, всегда идет немножечко впереди роста реального сектора. Очень важно, чтобы в той или иной степени действовало знаменитое правило нобелевского лауреата Джеймса Тобина: инвестиционная привлекательность компании пропорциональна соотношению рыночной капитализации и восстановительной стоимости реальных активов компании. То есть этот показатель всегда должен быть немного больше единицы. Хотя и здесь тоже есть свое коварство. Этот показатель в чисто бухгалтерском виде хорошо работал до 1970–80-х годов. Однако в современной экономике возникает проблема учета нематериальных активов.

Итак, нужна рыночная оценка перспектив эмитента. Эту рыночную оценку можно получить только на прозрачном рынке, цены на котором близки к справедливой стоимости. И нужна эта рыночная оценка перспектив эмитента, прежде всего, потому, что подобная оценка является стимулом для инвестирования в этого эмитента. Не в его бумаги, а в его производственный процесс.

Без этого у нас практически отсутствует какой бы то ни было объективный критерий целесообразности инвестирования. Он подменяется «тусовочными» критериями, которые вводятся, скажем, бюрократией, которая распределяет имеющиеся средства, и так далее. Хотя кажется иногда, что бюрократ может вычленить точки роста и их финансировать. На самом деле, если мы посмотрим на такой исторический феномен, как рост так называемой новой экономики, то мы увидим, конечно, что там был пузырь. Но сам рост высокотехнологичного сектора полностью обеспечивался финансовым рынком. Если бы не было финансового рынка, и прежде всего фондового, то не было бы и оценки перспектив данного сектора. И пусть оценки оказались завышенными, и пузырь затем схлопнулся, но сектор-то остался! Сейчас он существует и развивается, и возможность эту получил только потому, что рынок счел его перспективным.

Таким образом, рынок профинансировал отрасль сильно опережающим ростом капитализации, и только благодаря этому отрасль смогла подняться.

— Каким вы прогнозируете новый мировой порядок? Финансированию всех бюджетов за счет Китая уже не бывать?

Скорее всего, новый финансовый порядок будет включать в себя пару институтов, подобную паре денежных властей, действующих сейчас на национальном уровне. То есть будет некий аналог эмиссионного банка и некий аналог казначейства, эмитирующего высоконадежные, очень высоколиквидные облигации.

— Я считаю, что в долгосрочной перспективе нам (я имею в виду — человечеству) не миновать некой сложной конструкции. Может быть, она возникнет на почве бреттон-вудских институтов, хотя я в этом сомневаюсь. В некоторых документах я писал, что можно построить такую конструкцию на основе Валютного фонда и Всемирного банка. Но положа руку на сердце, я думаю, что это будет совсем новая конструкция. Очень трудно вливать новое вино в старые мехи. Скорее всего (не в ближайшей перспективе), новый финансовый порядок будет включать в себя пару институтов, подобную паре денежных властей, действующих сейчас на национальном уровне. То есть будет некий аналог эмиссионного банка и некий аналог казначейства, эмитирующего высоконадежные, очень высоколиквидные облигации, которые смогут конкурировать с американским национальным государственным долгом.

Новые долгосрочные бумаги должны быть сконструированы таким образом, чтобы стать привлекательными для суверенных фондов, играющих в современной финансовой системе огромную роль. И думаю, что первичный рынок для таких облигаций должен быть организован неким подобием Всемирного эмиссионного банка.

Если удастся, то имеет смысл создать такую конструкцию взамен американской национальной финансовой системы.

— **Почему взамен? чем она лучше?**

— Потому что она заведомо будет построена как международная и не связанная с рисками конкретной национальной финансовой системы.

Другое дело — проблема национального денежного суверенитета в области кредитно-денежной политики. Преодолеть разногласия, прежде всего политические, наверно, будет очень трудно. Но в перспективе конструкцию нового мирового финансового порядка я вижу именно такой. ◻

Степан Амосов
директор отдела структурированных продуктов ING Wholesale Banking

Переписываем набело

Кредитные деривативы — это инструмент, который позволяет торговать кредитным риском отдельно от других рисков

Директор отдела структурированных продуктов ING Wholesale Banking Степан Амосов рассказывает главному редактору «ВН» Ирине Слюсаревой, почему сегодня в мире уже не существует безрисковых активов, а также о том, кому именно нужны CDS — кто их покупает, у кого и в каких количествах.

— Степан, почему сейчас так много говорят о CDS, в чем смысл и уникальность этих инструментов?

— В определенный момент на рынке возникла потребность торговать разными рисками по отдельности. Кто-то хотел отдельно хеджировать валютный риск, кто-то — процентный, а кто-то — риск рыночной стоимости какого-либо товара. И практически для каждого вида риска, в конце концов, появлялся свой инструмент, который позволял торговать этим риском отдельно. Например, риском изменения цены на нефть можно торговать, заключая фьючерсные или форвардные контракты либо опционы на нефть.

Но для кредитного риска соответствующего инструмента не находилось, люди не могли продать или купить кредитный риск отдельно от другого риска. Например, вы могли взять на себя кредитный риск компании, выдав ей кредит, но при этом брали и сопутствующие риски — валютный, рыночный и так далее. Кредитные деривативы явились тем инструментом, который позволил торговать кредитным риском отдельно от других. В этом их главная особенность и основное преимущество.

Кредитные деривативы включают в себя обширное множество инструментов. Три основных — это те самые CDS (credit default swap), total return swap, (по-русски переводится как своп с полным возмещением) и кредитные ноты (credit linked notes). Давайте рассмотрим каждый из этих инструментов подробнее.

Начнем с кредитных нот. CLN — это обязательство лица, выпустившего ноты, произвести выплаты в случае, если кредитный риск или обязательство, лежащее в основе этих нот, не будет в состоянии дефолта. CLN, по сути, — одновременно и ценная

бумага, которая может анонимно торговаться на биржевом или внебиржевом рынке, и кредитный деривативъ. Если в ноте нет левереджа, то инвестор, покупающий этот инструмент, фактически полностью фондирует свою позицию в данном кредите. В итоге потеря по кредиту, лежащему в основе ноты, не может превышать сумму денег, вложенных инвестором в покупку ноты. Увеличить риск можно, дав инвестору плечо, или левередж.

Вслед за CLN по степени увеличения левреджа следует total return swap и его эквивалент в виде ценной бумаги – нота с левереджем. В этих инструментах левердж может составлять, например, 50% от суммы. То есть половину позиции фондирует инвестор, а половину — банк, который выписал TRS или выпустил ноту с левереджем.

И, наконец, CDS — это 100%-ный левередж. CDS — это двухсторонний контракт между продавцом и покупателем кредитной защиты. Продавец кредитной защиты принимает на себя кредитный риск, а покупатель кредитной защиты страхуется от такого риска. Как и в обычном имущественном страховании, две стороны договариваются друг с другом о том, что одна из них (являющаяся провайдером кредитной защиты) соглашается в обмен на регулярные взносы или авансовый платеж от стороны, ищущей кредитную защиту, страховать ее от дефолта в течение определенного периода времени. По своей сути CDS для продавца кредитной защиты – это непрофондированная позиция в кредитном риске.

Замечу, что речь идет именно о кредитном риске: если вдруг цена лежащего в основе обязательства упадет вследствие изменения рыночной конъюнктуры, то это не будет расцениваться как кредитное событие. До тех пор пока дефолт не наступит по базовому обязательству заемщика, на которое ссылается CDS, страховые выплаты по CDS не происходят.

В качестве примера мы можем рассмотреть CDS на суверенный риск России, стоимость защиты от которого на срок 5 лет составляет приблизительно 750 базисных пунктов. То есть покупатель защиты от кредитного риска России соглашается в течение 5 лет выплачивать 7,5 % от застрахованной суммы ежегодно. Если вдруг в течение этого срока по суверенным обязательствам России произойдет так называемое кредитное событие (то есть дефолт), то провайдер кредитной защиты обязан покрыть все убытки. Надо сказать, что еще два года назад исторический минимум стоимости российских CDS составлял порядка 60 б.п. То есть за два года рынок довольно сильно переоценил риск России. Это случилось по разным причинам, в том числе и потому, что изменилось отношение к кредитному риску развивающихся рынков в целом.

Кредитные деривативы включают в себя обширное множество инструментов. Три основных — это те самые CDS (credit default swap), total return swap, (по-русски переводится как своп с полным возмещением) и кредитные ноты (credit linked notes).

— А к американскому кредитному риску отношение рынка, стало быть, не изменилось?

— Тоже изменилось. Если раньше UST считались безрисковым активом, и кредитный спред по ним составлял ноль или даже был отрицательным, то сейчас он стал довольно ощутимо положительным и в настоящий момент составляет около 60 б.п. Таким образом, безрисковых активов, имеющих нулевой кредитный спред, в мире уже не существует. Хотя по-прежнему существуют заемщики с высоким кредитным рейтингом.

— Неужели после всех банкротств, которые мы недавно видели, еще можно считать, что рейтинги соотносятся с действительностью?

— Я бы исходил из того, что учреждение, присваивающее рейтинги, все-таки не утверждает, что у компании, которой рейтинг дается, никогда не произойдет дефолта. Рейтинг определяет, насколько высока вероятность такого дефолта. И на том отрезке времени, на котором рейтинги в принципе присваивались, вероятностные характеристики исторически подтверждались. Таким образом, несмотря на массу уже состоявшихся дефолтов, результаты исследований рейтинговых агентств все же не потеряли статистической значимости. Потери инвес-

торов в рейтингованных финансовых инструменты именно от кредитных событий, а не от потери рыночной стоимости, вполне укладываются в используемые рейтинговыми агентствами статистические модели.

— Можно ли считать CDS весьма рискованными инструментами?

— Да. Поэтому на этом рынке очень важно кредитное качество продавца защиты. Если вы покупаете CDS у очень надежного контрагента, то он вам заплатит с большой вероятностью. А можно купить у такого, который завтра обанкротится. Точно так же, как страховка машины, – можно застраховать в надежной компании, а можно в той, которая завтра окажется несостоятельна.

— Когда вы стали работать с этими инструментами?

— Впервые о кредитных деривативах я узнал приблизительно в 1997 году, но исключительно теоретически. В то время я был начинающим трейдером, торговал ГКО, потом переключился на фьючерсы и опционы. Параллельно я читал всякие занимательные книги и статьи, и одна из них как раз была про кредитные деривативы. Концепция CDS поразила меня своей практической применимостью и, я бы сказал, элегантностью. Я математик по образованию, и меня поразило, насколько интересные вещи могут придумывать финансовые инженеры. А практическое знакомство с этими инструментами произошло, когда я пришел в ING в 2004 году.

— Кто же пользуется CDS: кто их покупает, у кого и в каких случаях?

— Как я уже сказал, основной мотив использования CDS — торговля кредитным риском. Представьте, что крупный поставщик отгружает свою продукцию потребителям без предоплаты. Условно говоря, деньги за продукцию будут заплачены потребителем и, соответственно, получены поставщиком с определенным временным лагом. Таким образом, поставщик в этот период времени несет кредитный риск, и у него появляется разумное желание от этого риска защититься. То есть поставщик хочет, чтобы деньги ему пришли с достаточно большой вероятностью, причем неважно, кто именно будет плательщиком.

Другой пример: у банка есть большой кредит, выданный определенной компании. В какой-то момент банк хочет эту позицию сократить, но избавиться от актива не может, поскольку заставить компанию вернуть кредит не так просто, если это не предусмотрено договором. Но можно попытаться найти защиту от этого риска. Для этого банку следует сохранить актив на балансе и купить защиту.

Замечу, что у покупателя кредитной защиты может вообще не быть никакой позиции в обязательстве, на которое ссылается CDS. То есть он может открыть «короткую» позицию, делая ставку на ухудшение кредитного качества заемщика.

— А кто может быть продавцом защиты?

— Желательно купить страховку у надежного провайдера, который с большой вероятностью исполнит свои обязательства. Вообще в мире инструментами типа CDS торгуют банки с рейтингом не ниже AA. Они могут выписывать CDS клиентам, которые также обладают определенной кредитоспособностью. Заметьте, что клиент в этом случае возьмет на себя кредитный риск банка, который обеспечивает ему защиту от кредитного риска третьего лица.

— Получается, что круг как продавцов, так и покупателей страшно узок?

— В мире осталось около 15 банков с рейтингом AA. Многие банки перешли из категории AA в категорию A, но по-прежнему торгуют CDS, потому что у их контрагентов сформировались собственные представления о том, с кем это можно делать, а с кем нельзя. Кредитный риск контрагента – провайдера защиты теперь принимается во внимание с гораздо большей щепетильностью. Отличный пример – Lehman Brothers, который активно торговал CDS, у него были большие позиции и купленной, и проданной защиты. Поэтому его банкротство вызвало очень сильный всплеск на рынке CDS. Огромные позиции в одночасье оказались непокрыты. Люди стали искать новых провайдеров кредитной защиты, из-за чего цены на эти инструменты резко выросли. Произошла отчасти техническая, но весьма значительная переоценка риска.

Теоретически, если один провайдер защиты в течение срока действия CDS по каким-то причинам умирает, и чьи-то позиции становятся непокрытыми, то, наверное, можно найти другого провайдера, и в обычных рыночных условиях это не было большой проблемой. Но Lehman Brothers был настолько большим, с ним работало настолько много народу, что его исчезновение повлекло за собой массовый спрос на новую защиту, из-за чего котировки очень сильно изменились.

— Качество покупателя CDS также имеет значение?

— На покупателя тоже смотрят, поскольку есть очень дорогие CDS.

Например, CDS на Украину торгуется сейчас по цене 33% от номинала. То есть для того чтобы защититься от

Вообще в мире инструментами типа CDS торгуют банки с рейтингом не ниже AA. Они могут выписывать CDS клиентам, которые также обладают определенной кредитоспособностью. Клиент в этом случае возьмет на себя кредитный риск банка, который обеспечивает ему защиту от кредитного риска третьего лица.

суверенного риска Украины на сумму 100 долларов в течение пяти лет, покупателю придется ежегодно платить провайдеру защиты по 33 доллара. В итоге за пять лет покупатель заплатит сумму большую, чем составляет объем возможного убытка, от которого он защищается. Экономически такая покупка оправданна лишь в случае, если дефолт происходит в первый или второй год.

— **Каков размер этого рынка?**

— Объем рынка CDS оценивают несколько инстанций, в том числе британский регулятор финансового рынка (FSA), Банк международных расчетов, а также ФРС. По порядку величин цифры оценок достаточно близки, но все-таки они разнятся. И я боюсь, что там не учтены какие-то позиции, о которых банки не рапортуют регулятору или которые возникают между двумя нерегулируемыми организациями. Например, если два хедж-фонда сделают CDS между собой, то их отчетность нигде не будет опубликована, и никакой Банк международных расчетов не сможет оценить, сколько же именно у них открытых позиций.

Когда политики в Давосе говорят, что финансовый рынок нужно регулировать более строго, то, я думаю, их спичрайтеры как раз имеют в виду необходимость сделать более эффективным контроль за позициями, в том числе и в таких инструментах.

— **Чем же так опасен CDS?**

— Самое интересное в инструменте то, что по нему можно открыть короткую позицию, не имея базового обязательства — кредитного риска. Условно говоря, если вы ожидаете, что кто-либо с большой вероятностью окажется через год или два в состоянии дефолта, то, даже не имея никаких обязательств этого заемщика, вы можете сделать ставку на прогнозируемый дефолт и выиграть от этого. Это очень интересное свойство CDS, довольно уникальное. Торгуя облигациями, вы в принципе можете продать сами облигации «в короткую», но не можете «зашортить» кредитный риск отдельно от всего остального. А в CDS есть возможность это сделать.

Отсюда возникает тема для размышлений регулятора: можно ли позволять людям вставать в «шорт» по кредитному риску.

Например, инвестор думает, что дела у какой-то компании пойдут хуже и хуже. Он ставит на то, что она, скорее всего, в ближайшие пять лет окажется в состоянии дефолта, и покупает защиту от ее кредитного риска, таким образом, поднимая цену CDS. CDS, в свою очередь, сильно связаны с рынком кэш-бондов: можно построить арбитражную стратегию — купить безрисковый актив плюс кредитный риск через соответствующий CDS, дающий некий спред над безрисковым активом. В сумме такая позиция как раз даст доходность, близкую к доходности облигации. Поясню на примере. Если в вашем портфеле имелись облигации того же GM, дававшие спред 400 пунктов по отношению к US treasuries, то их можно было заменить на позицию в US treasuries плюс позицию в купленном через CDS кредитном риске. По CDS вам платят те же самые 400 пунктов, в итоге ваш портфель ценных бумаг более ликвиден, в то время как премию за взятый кредитный риск вы тоже получаете.

Поскольку кэш-облигации и CDS очень связаны между собой, то когда на банкротство компании ставит слишком много людей, для этой компании привлекать деньги на рынке становится существенно дороже (поскольку спред по CDS расширился), и это действительно может привести к банкротству.

— **Что будет с инструментом и вообще с рынком производных сейчас, во времена всеобщей перекредитованности?**

— Существуют радикальные точки зрения: что-то запретить, прекратить торговлю и так далее. Однако сам по себе CDS ни плох, ни хорош, и в качестве финансового инструмента он имеет право на существование. Он решает совершенно конкретные задачи, полезен, поскольку позволяет эффективно перераспределять кредитные риски финансового сообщества. Другое дело, что инструментами такого рода можно пользоваться не очень аккуратно, когда позиция с большим левереджем становится необеспеченной, и при малейшем движении цены один или несколько участников рынка становятся несостоятельными. Но ведь и в классическом банковском бизнесе как таковом риски можно взять в таком объеме, что капитала не хватит.

Сам по себе CDS ни плох, ни хорош, и в качестве финансового инструмента он имеет право на существование. Он решает совершенно конкретные задачи, полезен, поскольку позволяет эффективно перераспределять кредитные риски финансового сообщества.

— **На этом рынке может произойти системная череда банкротств?**

— Случай с Lehman Brothers показывает, что да, если только не сдерживать ее искусственно. По всей видимости, именно благодаря катастрофическим последствиям банкротства Lehman Brothers монетарные власти многих государств решили, что гораздо легче «залить» кредитный кризис деньгами, нежели расхлебывать последствия банкротств.

— **Если сейчас денежные власти заливают кризис деньгами, которые были накоплены государством (не у всех стран они, кстати, накоплены), то получается, что любители рисков взяли себе денежки налогоплательщиков и пошли рисковать дальше...**

— Может быть, и не взяли, но остались безнаказанными; проиграли, но не ощутили проигрыша…

— **...с другой стороны, если бы все банки мира сейчас обанкротились, то ситуация была бы еще более неприглядной. Значит ли это, что никакого выхода из кризиса не просматривается?**

— Выход есть всегда. Ведь финансовая система — это всего лишь некая надстройка над экономическими отношениями. Люди, например, выращивают картошку и хотят ее продать, потому что в обмен, условно, хотят получить яблоки. Для процедуры обмена картошки на яблоки можно использовать деньги. Тут возникает еще одно обстоятельство: где-то яблоки вырастают в августе, а в другой точке земного шара — в марте. Возникает еще и временной лаг. Этот временной лаг надо как-то финансировать, для чего используют заемные деньги. И вот мы видим, что появляется финансовая надстройка, которая становится всё более и более сложной, в зависимости от того, чем люди торгуют. А они торгуют сначала яблоками, потом валютами, потом акциями, опционами, кредитными рисками, их младшими траншами и так далее. Если вдруг надстройка не справляется с функциями эффективного перераспределения, то, скорее всего, она должна быть изменена, чтобы снова выполнять свои функции.

— А каким вы видите контуры этих будущих изменений? Кто-то, например, считает, что нужно выстраивать наднациональные надстройки, создавать систему, в которой присутствовала бы пара «эмиссионный центр – надзорный центр», но только на наднациональном уровне.

— Да, это один из сценариев. Но он, вероятно, будет иметь очень сильное противодействие на уровне правительств отдельных государств. Можно предположить, что в нем будет заинтересовано государство, которое сейчас доминирует на мировых финансовых рынках, но, с другой стороны, оно уже фактически обладает всеми желаемыми преимуществами. У него есть несколько конкурентов и несколько наднациональных организаций, которые претендуют на роль или уже являются прототипами мирового центрального банка.

Идея сама по себе хороша, но она лишает суверенные правительства возможности эмитировать деньги. Правительство каждого государства становится всего лишь пользователем платежной системы, оно вынуждено исполнять принимаемый бюджет, оно не может его скорректировать за счет денежной эмиссии.

В этом смысле Европейский валютный союз является очень интересным экспериментом, позволяющим посмотреть, насколько вообще работает такая модель. Ведь Европейский центральный банк очень строго контролирует эмиссию и проводит самостоятельную монетарную политику, декларируя приоритет контроля над инфляцией перед всеми остальными задачами.

Если распространить эту систему на весь мир, то она станет замкнутой, и новые деньги ниоткуда появляться не будут.

— Вы считаете модель Евросоюза состоятельной?

— Это интересный исторический эксперимент: модель либо докажет, либо опровергнет свою состоятельность. Но шанс прийти к положительным результатам у Европы, думаю, есть.

— У вас есть гипотезы насчет того, чем может закончиться кризис?

— Катастрофических сценариев я не рисую. Люди по-прежнему будут производить товары и услуги. Вопрос в том, как они захотят перераспределять их между собой: понадобится ли для этого изощренная финансовая надстройка или нет? Пример некоторых стран бывшего Советского Союза показал, что 80% людей обходятся минимальными деньгами, причем наличными. Это тоже некая модель. Если вдруг развитый мир приблизится к подобному состоянию, то для финансовой системы это будет катастрофой, но для мира в целом — нет. Для него это будет лишь очередным этапом эволюции.

В ближайшем будущем финансовая система, безусловно, изменится. Поубавится любителей брать на себя повышенные риски, в том числе благодаря более жестким законодательным ограничениям. И эти риски будут оцениваться, скорее, дороже, чем они стоят на самом деле. Исчезнут когда-то существовавшие дисбалансы, но с большой вероятностью возникнут и новые. Например, еще два года назад заемщики с рейтингом B получали деньги по ставке Libor +200 б.п., то есть для них деньги обходились всего лишь на два процента дороже, чем для безрисковых заемщиков. Это очевидный дисбаланс, который был исправлен. Но сейчас появился другой дисбаланс, когда деньги для таких заемщиков вообще недоступны. Состоятельной окажется та модель, где таких дисбалансов будет как можно меньше. ◻

В ближайшем будущем финансовая система, безусловно, изменится. Поубавится любителей брать на себя повышенные риски, в том числе благодаря более жестким законодательным ограничениям. И эти риски будут оцениваться, скорее, дороже, чем они стоят на самом деле.

Коротко о важном

Как сообщает агентство Bloomberg, на глобальных рынках растут опасения того, что Ирландия может допустить дефолт по своему долгу. Долг ирландских банков превышает размер ирландской экономики более чем в 11 раз, а объем планируемой помощи заемщикам — в два раза. CDS страны достигли рекордных уровней — пятилетний своп Ирландии (кстати, по-прежнему имеющий рейтинг «AAA» по шкале Fitch) достиг 377 б. п.

Как сообщает FT, Аргентина ведет переговоры о реструктуризации по части гарантированных займов (Guaranteed Loans) — государственных бумаг общим объемом 95 млрд долларов, доходность которых была привязана к инфляции. Совокупный объем рефинансирования по этому долгу в текущем году составит 21 млрд долларов. Правительство предлагает международным инвесторам обменять бумаги на новые пятилетние облигации Аргентины с дисконтом 2% и фиксированной доходностью в 15,4% на первый год, ставка на оставшиеся годы обращения будет плавающей. Ранее Аргентине уже удалось убедить инвесторов согласиться на реструктуризацию внутренних госзаймов.

Индии приходится значительно повышать расходы бюджета, в результате чего дефицит бюджета страны за финансовый год, заканчивающийся 31 марта, может составить 6,5% ВВП, что является рекордным уровнем с 1991 года. На рынке есть опасения, что столь радикальный пересмотр может спровоцировать негативные рейтинговые действия и повлечь отток иностранных инвесторов. В настоящий момент рейтинг Индии находится на уровне «BBB-» по шкале S&P и Fitch, отражая тот факт, что долг страны составляет около 80% ВВП.

S&P заявило, что может понизить суверенный рейтинг Украины (сейчас — «B») из-за возможности срыва получения очередного кредита со стороны МВФ. Правительство страны провело переговоры с фондом в прошлом году (в ноябре Украине был выделен кредит МВФ объемом 16,5 млрд долларов, в том числе сразу было перечислено 4,5 млрд долларов). Однако Украина нарушила принятую и согласованную сторонами экономическую программу, в результате чего 15 февраля МВФ не перечислил Украине очередной транш.

Турция намерена развивать и улучшать связи с Россией, а также предоставлять российским компаниям равные условия на турецком рынке. Как сообщает ИТАР-ТАСС, об этом заявил президент Турции Абдуллах Гюль на российско-турецком бизнес-форуме. Он также не исключил возможность перехода в расчетах в двусторонней торговле на российский рубль и турецкую лиру.

Россия заняла в III квартале 2008 года третье место по темпам роста ВВП среди 11 ведущих экономически развитых стран. В Индии этот показатель достиг 7,6%, в Бразилии — 6,8%, а в России — 6,2% по сравнению с аналогичным периодом 2007 года. Об этом свидетельствует информация, подготовленная Росстатом на основе публикаций Международного валютного фонда (МВФ), Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) и оперативных данных национальных статистических служб в соответствии с требованиями Специального стандарта распространения данных (ССРД) МВФ. Далее по убыванию темпов роста ВВП в III квартале 2008 года следовали Германия — 0,8%, США — 0,7%, Франция — 0,6%, Канада — 0,5%, Великобритания — 0,3%. В Италии спад ВВП составил 0,9%, в Японии — 0,3%. Данные о динамике ВВП в Китае отсутствуют.

Лишь в России среди стран «восьмерки» по итогам 2008 года зафиксирован рост промышленного производства: этот показатель составил 2,1%. Нулевой промышленный рост отмечен в Германии. В других странах «восьмерки» промышленное производство в 2008 году сократилось: в Италии — на 4%, в Японии — на 3,1%, в Великобритании — на 2,5%, в США — на 1,7%. Отсутствуют данные о динамике промпроизводства за год по Франции и Канаде.

Алексей Артамонов
начальник отдела международных связей НАУФОР

Инсайдеров — за решетку

О некоторых аспектах уголовно-правовой охраны рынка ценных бумаг за рубежом

В настоящее время в российском уголовном законодательстве существуют три статьи, напрямую связанные с рынком ценных бумаг. Вместе с тем в подавляющем большинстве стран со сложившимся рынком ценных бумаг криминализованы и иные деяния, представляющие высокую общественную опасность: инсайдерская торговля и манипулирование рынком.

Необходимо совершенствовать уголовно-правовую защиту основных принципов функционирования фондового рынка.

События прошедшего года на рынке ценных бумаг однозначно подтвердили: сформировавшийся рынок ценных бумаг влияет на экономическую жизнь России довольно значительно. Если несколько лет назад фондовый рынок представлялся системой, обслуживающей интересы небольшого количества профессиональных участников, крупных российских и зарубежных инвесторов, то в последние годы отмечается стабильно высокий рост количества частных национальных инвесторов, рассматривающих финансовые инструменты как способ сохранения и увеличения собственного капитала. В недавних, так называемых «народных IPO» Роснефти, Сбербанка и ВТБ приняли участие сотни тысяч граждан.

Безусловно, по этим показателям российский рынок существенно проигрывает наиболее развитым, например, США и Великобритании, где количество частных инвесторов на рынке ценных бумаг превышает половину населения, однако, на наш взгляд, уже сейчас необходимо задуматься о внедрении на российском фондовом рынке механизмов защиты, распространенных на развитых зарубежных рынках уже в течение нескольких десятилетий.

Речь идет, в том числе, и об уголовно-правовой защите основных принципов функционирования фондового рынка, которые обеспечивают справедливое и эффективное ценообразование и равенство участников торгов.

В настоящее время в российском уголовном законодательстве существуют три статьи, напрямую связанные с рынком ценных бумаг. Речь идет о ст. 185 УК «Злоупотребления при эмиссии ценных бумаг», ст. 185.1 УК «Злостное уклонение от предоставления инвестору или контролирующему органу информации, определенной законодательством Российской Федерации о ценных бу-

В этой статье:

Уголовно-правовая и административная ответственность за манипулирование на фондовом рынке в ведущих странах Запада.

Понятие инсайдерской информации по зарубежному праву.

Необходимость противодействия инсайдерской информации и манипуляции рынком в российском законодательстве.

магах» и ст. 186 УК «Изготовление или сбыт поддельных денег или ценных бумаг» в части ценных бумаг. Однако фактически полное отсутствие практики применения указанных положений к эмиссионным ценным бумагам и организованному рынку ценных бумаг свидетельствует об отсутствии этих деяний в текущих условиях фондового рынка.

Вместе с тем в подавляющем большинстве стран со сложившимся рынком ценных бумаг, включая страны, где рынок ценных бумаг играет менее значимую роль для экономики, чем в России, криминализованы и иные деяния, представляющие высокую общественную опасность: инсайдерская торговля и манипулирование рынком.

В соответствии с директивой Евросоюза 2003/6/ЕС под инсайдерской информацией понимают точную по своему характеру нераскрытую информацию, касающуюся одного или нескольких эмитентов финансовых инструментов либо одного или нескольких финансовых инструментов или товаров, и иную информацию, раскрытие которой может оказать существенное воздействие на цены таких финансовых инструментов и товаров. Следовательно, инсайдерской торговлей является принятие инвестиционных решений и совершение операций на фондовом рынке с использованием инсайдерской информации.

Указанная директива определяет манипулирование рынком как действия участника (участников) рынка ценных бумаг, направленные на введение в заблуждение других участников рынка ценных бумаг, действия направленные на искусственное изменение цены финансовых инструментов, а также другие действия, преследующие цель изменения цен финансовых инструментов, противоречащие нормальному ценообразованию и направленные на извлечение выгоды.

Франция

Способы охраны фондового рынка от указанных деяний в различных странах таковы.

Во Франции уголовная ответственность за указанные деяния предусмотрена ст. L465-1 и L465-2 Валютного и финансового кодекса (Code monétaire et financier). Ст. L465-1 выделяет следующие составы преступления:

Совершение одной и более сделок с ценными бумагами при использовании инсайдерской информации (l'information privilégiée) должностным лицом общества, имеющим доступ к внутренней информации общества, которое наказывается лишением свободы на срок два года и штрафом 1 500 000 евро, причем размер штрафа может быть увеличен до десятикратного размера извлеченной прибыли.

- Передача инсайдерской информации третьему лицу лицом, располагающим инсайдерской информацией в связи с его профессиональной деятельностью или выполнением ими иных функций (например, консультанты, журналисты, чиновники и т.п.), наказываемая лишением свободы на срок один год и штрафом в размере 150 000 евро.
- Передача инсайдерской информации третьему лицу лицом, обладающим такой информацией, но не являющимся одним из вышеперечисленных, с целью извлечения прибыли наказывается лишением свободы на срок один год и штрафом в размере 150 000 евро. Причем, если такая информация использована для совершения преступления или правонарушения, срок лишения свободы увеличивается до семи лет, а размер штрафа до 1 500 000 евро.

Запрещенное законом деяние инсайдера — это осуществление им лично или через подставных лиц операций с ценными бумагами и финансовыми инструментами либо попущение совершать такие операции (например, в результате разглашения служебной информации), если это деяние совершено до того, как служебная информация становится публичной.

Статья L465-2 кодекса содержит любопытную формулировку, относящуюся к манипулированию рынком: «Наказания, предусмотренные первым абзацем ст. L465-1 (см. пункт 1 выше) применяются также к любым лицам, совершающим или пытающимся осу-

ществить <…> маневр, направленный на нарушение нормального функционирования организованного рынка посредством введения в заблуждение иных лиц.

Наказания, предусмотренные первым абзацем ст. L465-1, применяются также к лицам, распространяющим заведомо ложную информацию <…>, которая может повлиять на цену акций и иных финансовых инструментов».

Стоит отметить, что субъектом указанных выше преступлений может быть и юридическое лицо.

Германия

В праве ФРГ положения, относящиеся к уголовно-правовой охране рынка ценных бумаг содержатся в Уголовном кодексе (Strafgesetzbuch) и в Законе о торговле ценными бумагами (Gesetz über den Wertpapierhandel — WpHG). Параграф 14 WpHG содержит общий запрет инсайдерской торговли (Insidergeschäften), а именно запрет:

- На использование инсайдерской информации при покупке и продаже ценных бумаг за счет собственных средств, за счет или в интересах третьего лица.
- Передачу инсайдерской информации третьему лицу в отсутствие полномочий на это.
- Использование инсайдерской информации для рекомендации третьему лицу приобрести или продать соответствующие ценные бумаги.

В соответствии с параграфом 38 WpHG инсайдерская торговля карается лишением свободы на срок до пяти лет или уголовным штрафом.

Покушение на совершение указанных преступлений наказуемо в тех же пределах.

Манипулирование рынком не является уголовно-наказуемым деянием и карается административным штрафом до одного миллиона евро.

Уголовный кодекс ФРГ предусматривает также наказание за обман при инвестировании (Kapitalanlagebetrug). В соответствии с параграфом 264a кодекса распространение заведомо ложных благоприятных сведений, равно как утаивание негативной информации в проспекте ценных бумаг или в отчетах (сообщениях) о финансовом положении эмитента в связи с продажей ценных бумаг, уступкой прав на их приобретение, продажей долей в капитале, предоставляющих право на участие в прибыли предприятия, а также в связи с предложением увеличить такие инвестиции предусматривает санкции в виде лишения свободы до трех лет или штрафа.

Великобритания

Близкие имеющимся в законодательстве Франции и ФРГ положения законов, предусматривающие уголовную ответственность за совершение в Великобритании сделок с использованием инсайдерской информации, изложены в части V Закона об уголовном производстве 1993 года (Criminal Justice Act 1993 — CJA 1993). Как правило, если физическое лицо, обладающее инсайдерской информацией в силу своего служебного положения, осуществляет сделки с ценными бумагами на организованном рынке, с привлечением профессионального посредника или выступая в качестве такового, то такое деяние будет считаться преступлением. Также преступлением будет являться побуждение к осуществлению сделок с использованием служебной информации и раскрытие служебной информации.

В соответствии с CJA 1993 лицо, обладающее инсайдерской информацией в силу своего служебного положения, считается виновным в совершении сделок с использованием инсайдерской информации, если:

- Указанное лицо осуществляет сделки с ценными бумагами, цена которых претерпела бы существенные изменения, если бы инсайдерская информация была опубликована, если приобретение или реализация ценных бумаг осуществляются на организованном рынке, или такое лицо полагалось на профессионального посредника или само действует в таком качестве.
- Указанное лицо побуждает иное лицо заключить сделку с ценными бумагами (независимо от того, знает ли такое иное лицо об этом или нет), цена которых претерпела бы существенные изменения, если бы инсайдерская информация была опубликована, и лицо знает или имеет разумные основания полагать, что сделка будет осуществляться в обстоятельствах, указанных в предыдущем пункте.
- Указанное лицо раскрывает информацию иному лицу не в порядке должного исполнения своих должностных или профессиональных обязанностей.

Наказанием за совершение сделок с использованием инсайдерской информации (инсайдерскую торговлю) является лишение свободы сроком до семи лет и (или) штраф.

Раздел 397 Закона Великобритании о финансовых услугах и рынках 2000 года (Financial Services and Markets Act 2000 — FSMA 2000) предусматривает ответственность за манипулирование рынком. Субъектом соответствующего деяния является любое лицо, которое осуществляет какое-либо единичное действие или постоянно действует таким образом, который создает обманчивое или вводящее в заблуждение впечатление относительно рынка, цены или стоимости каких-либо ценных бумаг, является виновным в преступлении, если оно сделало это для создания именно такого впечатления и тем самым побудило иное лицо приобрести, реализовать, подписаться или предоставить подписку на указанные ценные бумаги, воздержаться от таких действий, а также реализовать или воздержаться от реализации каких-либо прав по этим бумагам.

Наказывается это деяние также лишением свободы сроком до семи лет и (или) штрафом.

Аналогичное наказание предусмотрено и за вводящие в заблуждение заявления или намеренное создание обманчивого впечатления, что побуждает или может побудить иное лицо заключить соответствующее инвестиционное соглашение.

Соединенные Штаты Америки

Правило 10b-5, утвержденное Комиссией по ценным бумагам и биржам США в рамках раздела 10 (15 USC Sec. 78j) Закона о биржах 1934 года (Securities Exchange Act 1934), является самым важным положением по борьбе с мошенничеством в федеральном законодательстве по ценным бумагам, содержит запрет на проведение сделок с использованием инсайдерской информации и манипулирование ценами. Данное правило криминализует в связи с покупкой или продажей каких-либо ценных бумаг для любого лица:

- Использование механизмов, схем или каких-либо приемов с целью совершения мошенничества.
- Представление неточной информации о существенных фактах либо умалчивание о таких фактах.
- Совершение действий, осуществление практик или деятельности, которые в отношении какого-либо лица будут представлять собой мошенничество или обман.

Правило 10b5-1 включает инсайдерскую торговлю в сферу применения правила 10b-5.

В соответствии с разделом 32 (15 USC Sec. 78ff) Securities Exchange Act 1934 наказанием, предусмотренным за нарушение правила 10b-5, является лишение свободы на срок до двадцати лет и (или) штраф до пяти миллионов долларов для физических лиц, и штраф до двадцати пяти миллионов долларов для юридических лиц. Причем наложение штрафа не освобождает от обязанности по возмещению ущерба, нанесенного действиями лица, признанного виновным в совершении преступления.

Выводы

Краткий обзор положений зарубежного законодательства показывает, что проблема уголовно-правовой охраны рынка ценных бумаг от инсайдерской торговли и манипулирования решается в разных государствах по-разному. Необходимо тщательное исследование различных способов уголовно-правового запрета инсайдерской торговли и манипулирования ценами для создания эффективной системы защиты российского рынка от этих деяний.

Вместе с тем специфика российского уголовного и восполняющего его позитивного законодательства требует максимально возможной юридической определенности норм, регулирующих защиту фондового рынка от преступных посягательств. Причем это относится как к уголовному закону, так и к законодательству о ценных бумагах, определяющему признаки инсайдерской торговли и манипулирования рынком.

Компетентные органы различных стран сталкиваются с трудностями доказывания виновности в совершении указанных деяний, поэтому лишь небольшая часть случаев разрешается в уголовном производстве. На наш взгляд, в случае вступления в силу норм об уголовной ответственности необходимо постепенное формирование опыта применения таких норм, а также подготовка квалифицированных кадров правоохранительных и судебных органов. ◻

Лед тронулся

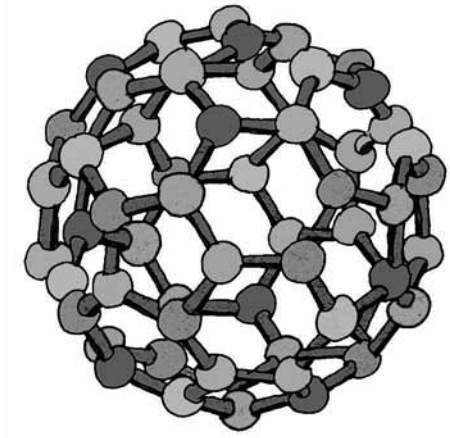
Правительство Российской Федерации в декабре 2008 года одобрило проект Федерального закона «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком» и поручило внести его в Государственную думу с учетом доработки ко второму чтению положений законопроекта, касающихся в том числе полномочий федерального органа исполнительной власти в области финансовых рынков и механизма ответственности за нарушение порядка использования инсайдерской информации при совершении сделок.

Предполагается введение административной и уголовной ответственности за манипулирование рынком и использование инсайдерской информации.

К настоящему времени поправки в Административный кодекс прошли первое чтение в Государственной думе.

Попытки создания такого закона предпринимались ФКЦБ еще в 2000 году, но проект нормативного акта не был согласован заинтересованными ведомствами и в Государственной думе не рассматривался.

Отсутствие закона об инсайде является одним из препятствий для формирования международного финансового центра в России.



Виктор Коновалов
заместитель директора «Интерфакс-ЦЭА»

Дно за дном

Рынок акций РФ в январе обновил многолетние минимумы, участники рынка ждут постепенного восстановления

Начало 2009 года для российского финансового рынка выдалось довольно тяжелым. По итогам первых двух рабочих недель рубль продемонстрировал рекордное падение и к доллару, и к евро. Акции российских компаний после локальной передышки, зафиксированной в конце прошлого года, возобновили падение.

В январе индекс ММВБ вырос на 0,87%, а индекс РТС потерял по итогам месяца 15,33%.

Индекс РТС, пробив отметку 500 пунктов, в ходе торгов 23 января опускался до 492,59 пунктов (минимум с ноября 2003 года). Конечно, резкая девальвация нацвалюты позволила не так сильно «проседать» акциям в рублевом эквиваленте — индекс ММВБ по итогам января прибавил 0,87%, а вот индекс РТС, рассчитываемый на основе долларовых цен, потерял по итогам месяца 15,33%.

В условиях планомерной девальвации российского рубля, которую в январе осуществлял Центробанк РФ, интерес инвесторов к рублевым активам в целом был относительно низким — все свободные ресурсы участники рынка «загоняли» в валюту в ущерб рублевой ликвидности, дефицит которой приводил к росту краткосрочных процентных ставок до 50% годовых. К тому же ситуация на мировых фондовых рынках в первый месяц года также не давала инвесторам поводов для оптимизма.

Существенные потери

Основные мировые рынки акций понесли в январе значительные потери на фоне новых признаков углубления рецессии, снижения прибылей компаний, растущего пессимизма инвесторов в отношении способности правительств смягчить экономический кризис.

Направление движения фондовых индексов США в январе традиционно рассматривается аналитиками как ориентир для года в целом. Прошедший январь стал наихудшим для американского рынка акций: индекс Standard & Poor's 500 потерял за месяц 8,6%, что стало рекордом за 81-летнюю историю его расчета (до этого самым неудачным для индикатора был январь 1970 года — минус 7,6%), а падение индекса Dow Jones Industrial Average составило 8,8%, максимум за 113 лет.

В этой статье:

Влияние девальвации рубля на фондовый рынок.

Состояние американского фондового рынка в январе.

Перспективы российского рынка в 2009 году.

Январские итоги достаточно аккуратно, с 80%-ной точностью, предсказывают годовое движение американского фондового рынка начиная с 1950 года. Однако если учитывать все время с начала расчета индекса Dow Jones в 1896 году, то январский результат совпадает с годовым в пропорции «50 на 50». Как отмечает издание MarketWatch, основной причиной такого различия являются 1930-е годы — Великая депрессия; именно тогда изменения рынка в первый месяц года были прямо противоположны его итогам. В частности, при падении индекса в январе в это десятилетие средний рост в феврале-декабре составлял 8,3%.

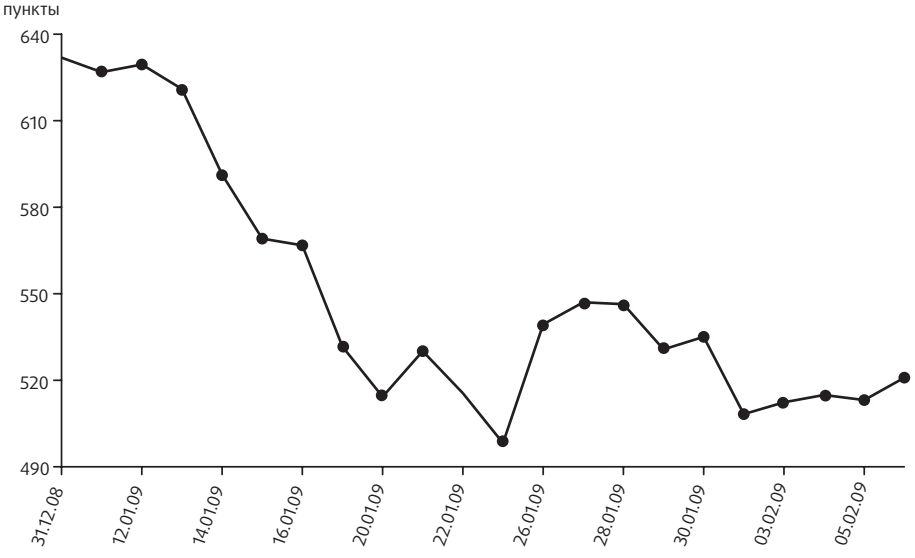
Если сейчас экономика страны, по оценке многих экспертов, находится примерно в таком же ужасном положении, как и в 30-е годы, то может быть это тот случай, когда стоит надеяться на аналогии и ждать подъема фондовых рынков к концу года. Тем более что данные по американской экономике пока не вселяют оптимизма. Так, безработица в США в январе достигла максимального уровня за последние 34 года — 7,6% по сравнению с 7,2% в декабре. Падение выручки заставляет компании наращивать темпы увольнений, в результате чего в прошедшем месяце число рабочих мест в американской экономике сократилось на 598 тыс.

Прибыль половины компаний, акции которых входят в расчет индекса S&P 500, отчитавшихся за прошедший квартал после 12 января, сократилась в среднем на 38%. Предварительные данные по ВВП США за четвертый квартал показали рекордное снижение с 1982 года — 3,8%. Согласно консенсус-прогнозу экономистов, опрошенных агентством Bloomberg, за нынешний год снижение ВВП оценивается в 1,5%.

Сводный азиатский индекс MSCI Asia Pacific, упавший в прошлом году на 43%, потерял в январе 7,1%. Лишь в последнюю неделю месяца цены акций немного скорректировались вверх на сообщениях об усилиях правительств с целью поддержки экономики. Европейские рынки показали результат немного лучше: фондовый индекс Dow Jones Stoxx 600 опустился за январь лишь на 3,6%. Удачной для европейских рынков оказалась последняя неделя месяца, когда индекс вырос сразу на 4,8% на фоне оптимизма инвесторов в отношении судьбы крупнейших европейских банков.

Американский сорт нефти WTI подешевел в Нью-Йорке за январь на 6,5%, и ее снижение продолжается теперь уже семь месяцев подряд (на закрытие тор-

Рис. **Динамика индекса РТС с начала 2009 года**



Источник: РТС.

гов 30 января цена мартовских фьючерсов составила 41,68 долларов за баррель).

Российские акции оказались в заложниках

Внешний фон для отечественно фондового рынка в январе был весьма негативным и не располагал к игре на повышение. Особенно следует отметить динамику мировых цен на нефть, которые довольно часто уходили ниже отметки в 40 долларов за баррель для сорта WTI. Причем стоимость европейского сорта Brent была в среднем на 5 долларов выше, что является не вполне обычным и говорит об избытке нефти именно на американском рынке.

Ситуация на внутреннем финансовом рынке также не способствовала активизации покупателей, прежде всего за счет снижения инвестиционной привлекательности рублевых активов из-за ускорения темпов девальвации российского рубля. Начало текущего года для российской национальной валюты выдалось довольно тяжелым — по итогам первой рабочей недели рубль продемонстрировал рекордное падение. Недельный рост американской и европейской валют по отношению к рублю оказался рекордным за период с сентября 1998 года.

В целом же за период с 15 июля 2008 года (в этот день доллар достиг минимального курса почти за десятилетие — 23,05 руб./доллар) по начало февраля текущего года доллар к рублю вырос почти в 1,58 раза — максимальный курс на ММВБ 6 февраля составил 36,4 руб./доллар. Это повышение стало следствием двух ключевых факторов: восстановительного роста доллара к евро на Forex (от уровня 1,6, достигнутого в июле 2008 года, евро опустился к отметке 1,27), а также ослабления рубля по отношению к бивалютной корзине.

Первые признаки слабости национальной валюты стали проявляться в конце августа прошлого года, а проблема верхней границы коридора для бивалютной корзины стала актуальной для рынка в начале сентября, когда на волне обострения мирового финансового кризиса внутри страны резко возрос спрос на валюту. Именно тогда на рубеже 30,4 рубля участники рынка почувствовали поддержку нацвалюте со стороны Центрального банка. Этот рубеж Центробанк удерживал чуть более двух месяцев, оставив его 11 ноября. Именно эта дата может считаться началом периода плавной девальвации российского рубля (рыночная стоимость корзины выросла тогда на 30 копеек — до 30,7 рубля, где ЦБ РФ вновь стал оказывать поддержку рублю).

В конце прошедшего месяца ЦБ РФ объявил о том, что 23 января завершает начатую 11 ноября 2008 года масштабную постепенную корректировку границ технического коридора, определяющего допустимые колебания стоимости бивалютной корзины, — операционного ориентира Банка России, используемого при реализации курсовой политики. С этого дня верхняя граница технического коридора была установлена на уровне 41 рубль. Нижняя граница коридора бивалютной корзины составляет 26 рублей, но она сейчас неактуальна и в силу своей неактуальности, возможно, будет скорректирована.

Участники валютного рынка решили не откладывать в долгий ящик «поход» к верхней границе коридора. И уже в конце января, переждав несколько проблемных с точки зрения ликвидности дней (в этот период рубль немного отыграл вверх), валютные игроки активизировали спрос на валюту. В результате, рыночная стоимость бивалютной корзины в начале февраля вплотную приблизилась к отметке 41 рубль, а курс доллара к уровню 36,4 руб./доллар.

В таких условиях привлекательность вложений в рублевые активы, в том числе акции, была относительно низкой. Участники рынка концентрировали все свое внимание на валютном рынке, пытаясь по максимуму воспользоваться девальвацией рубля для получения прибыли. Некоторый интерес к рынку акций стал проявляться лишь в начале февраля, когда инвесторы почувствовали, что на валютном рынке «ловить больше нечего», по крайней мере, в течение нескольких ближайших месяцев. Центробанк продемонстрировал свою готовность «защищать» уровень 41 рубль по бивалютной корзине, и спрос на валюты резко сократился. К тому же у ЦБ действительно есть несколько достаточно мощных рычагов влияния на ситуацию — кроме прямых валютных интервенций Центробанк имеет возможность сильно влиять на уровень рублевой ликвидности, снижение которой резко ослабляет давление на рубль, поскольку у участников рынка попросту начинается нехватка ресурсов для покупки валюты.

Рассматривая отечественный фондовый рынок в отраслевом разрезе, вновь видим, что банковские акции в очередной раз оказались аутсайдерами рынка, в лидеры же повышения курсовой стоимости выбились бумаги золотодобытчиков. И здесь есть свои причины.

Что касается акций банков, то свое негативное влияние оказывали как внешние, так и внутренние факторы. С одной стороны, банковский и финансовый сектора во всем мире были не очень привлекательны для инвестиций в силу

В конце прошедшего месяца ЦБ РФ объявил о том, что 23 января завершает начатую 11 ноября 2008 года масштабную постепенную корректировку границ технического коридора, определяющего допустимые колебания стоимости бивалютной корзины.

Некоторый интерес к рынку акций стал проявляться лишь в начале февраля, когда инвесторы почувствовали, что на валютном рынке «ловить больше нечего», по крайней мере, в течение нескольких ближайших месяцев. Центробанк продемонстрировал свою готовность «защищать» уровень 41 рубль по бивалютной корзине и спрос на валюты резко сократился.

«загруженности» банков проблемными активами. Лишь идея создания в США «проблемного банка», который бы взял на свой баланс большую часть «токсичных активов», позволив тем самым существенно улучшить структуру банковской системы, вызвала в конце января рост интереса мировых инвесторов к акциям банков и финансовых компаний. С другой стороны, падающий рубль, проблемы с ликвидностью в банковской системе и высокие процентные ставки давили на отечественные банковские акции изнутри.

К тому же публиковавшиеся финансовые отчеты крупнейших российских банков явно демонстрировали ухудшение финансовых показателей. Так, согласно отчету ВТБ за 9 месяцев 2008 года по МСФО, чистая прибыль банка упала на 70% — до 316 млн долларов с 1,051 млрд за тот же период предыдущего года (эксперты ожидали прибыль на уровне 657 млн долларов). При этом в третьем квартале прошлого года банк получил чистый убыток в размере 363 млн долларов.

В результате акции «ВТБ» по итогам января потеряли в цене на ФБ ММВБ 33,7%, обыкновенные акции «Сбербанка РФ» — 28,5%, а привилегированные — 17,5% (и это в рублевом эквиваленте, в долларовых же ценах падение было еще более существенным). Также в группе аутсайдеров среди ценных бумаг, прошедших листинг на ФБ ММВБ, оказались акции «КамАЗа» (-37,9%), «ТГК-4» (-32,3%), «ФСК ЕЭС» (-31,7%), «РБК Информационные системы» (-31,6%), «ОГК-5» (-29,9%).

В то же время ценные бумаги «Полюс Золота» выросли в январе на 34,6%, возглавив тем самым группу лидеров роста среди акций, прошедших листинг на ФБ ММВБ. Акции компании активно росли на фоне заметного повышения цен на золото, которое выступало в качестве «защитного актива» в условиях нестабильности мировых финансовых рынков, а также на новостях о планах создания совместного предприятия с канадской Kinross Gold для освоения Нежданинского месторождения в Якутии. Кроме того, рынком отыгрывалась информация и о возможном обратном выкупе компанией своих ценных бумаг.

Неплохую динамику по итогам января продемонстрировали и акции «Полиметалла» (+21,3%), которым также помог рост цен на товарное золото и другие драгметаллы.

Ожидания и надежды

Инвестиционное сообщество в настоящее время сходится во мнении, что первые месяцы 2009 года, а может быть, и вся его первая половина, будут очень сложными для рынка в целом и для отдельных игроков. Многое будет зависеть от того, как компании будут справляться с уплатой налогов, закрытием балансов и возвратом кредитов. Почти все опрошенные «Интерфаксом» эксперты считают, что процесс консолидации участников фондового рынка продолжится в этом году, поскольку еще не все зафиксировали и показали свои убытки за 2008 год.

С точки зрения самого рынка ожидания довольно оптимистичны. По мнению главы РТС Романа Горюнова, волатильность в первом полугодии будет расти, однако, несмотря на это, в текущем году все-таки должно начаться восстановление мирового и российского рынков.

«С большой степенью вероятности мы ожидаем, что в 2009 году будет дно. Каким бы плохим ни был первый квартал, главное, что будет дно, а там, где дно, начинается плавный выход из рецессии», — считает глава компании «Атон» Андрей Шеметов. «Если мы удачно пройдем первую половину года, то осенью я надеюсь на некоторый рост рынка — не очень большой и не очень резкий», — осторожен гендиректор инвестиционной компании «Олма» Олег Ячник.

«Одним из самых легких и спокойных годов был 1999-й — после падения все ровно и уверенно росло: и рынок, и бизнес. Все понимали, что тренд уже сменился — растем и корректироваться вниз будем не скоро, потому что расти еще много куда есть. Я жду этого и от 2009 года», — говорит генеральный директор «Ренессанс Онлайн» Максим Малетин. ◻

Борис Рубцов
профессор, заведующий кафедрой ценных бумаг
и финансового инжиниринга
Финансовой академии при Правительстве РФ

Фондовый рынок КНР

Проводимые реформы делают финансовый рынок КНР все более открытым и значимым для экономики страны

Часто высказывается точка зрения, что финансовый рынок КНР недостаточно либерализован, что реформы в нем идут медленно. На самом деле он становится более открытым, но делается это без спешки и суеты. Просто Китай всегда шел своим путем. А результаты говорят сами за себя.

Статья завершает обзор фондового рынка КНР. Начало смотри в №12 за 2008 год.

Профессиональные участники рынка ценных бумаг

Финансовая система Китая, как и в большинстве стран с формирующимися рынками, характеризуется полным доминированием банков. Банковский кредит является основным источником получения внешних ресурсов предприятиями.

При этом банки до недавнего времени были слабо представлены на рынке ценных бумаг. Лишь с середины текущего десятилетия ситуация начинает меняться (см. ниже).

Основными профессиональными участниками фондового рынка выступают небанковские учреждения — компании по ценным бумагам.

Когда в 80-е годы в Китае появились акции и облигации, в отсутствие специализированных финансовых учреждений правительство разрешило банкам выполнять на рынке брокерские и дилерские функции. Первое специальное подразделение для торговли акциями было образовано в 1986 году Промышленным и торговым банком Китая (Industrial and Commercial Bank of China). В 1994 году Закон о коммерческих банках запретил банкам заниматься андеррайтингом, торговлей и инвестированием в корпоративные ценные бумаги[1]. Им было также предписано «уйти» из капитала дочерних компаний по ценным бумагам. В 1996 году банкам под угрозой санкций в отношении руководителей было запрещено предоставлять кредиты для совершения операций с акциями.

На рынке действуют специализированные компании по ценным бумагам, причем в сегменте *A*-акций — только китайские[2]. В соответствии с Законом о рынке ценных бумаг они делятся на две категории:

В этой статье:

Характеристики участников фондового рынка КНР.

Основные особенности китайских бирж.

Национальное законодательство о рынке ценных бумаг.

Регуляторы и регулирование китайского рынка ценных бумаг.

- компании, выполняющие брокерские и дилерские операции (включая андеррайтинг ценных бумаг);
- компании, выполняющие только брокерские операции. Первые должны обладать капиталом не менее 500 млн юаней (60 млн долларов), вторые — не менее 50 млн юаней (6 млн долларов).

Компании по ценным бумагам поначалу имели двойное подчинение — Центральному банку и Комиссии по регулированию рынка ценных бумаг. Разрешение на проведение операций с ценными бумагами требовалось получить в обоих государственных органах (в 1998 году двойное подчинение было отменено, управление перешло в руки комиссии). Посреднические фирмы, связанные с ценными бумагами (юридические, аудиторские и пр.) контролируются совместно Комиссией и министерствами юстиции и финансов.

Брокерские операции обеспечивали в начале десятилетия от 51% (2001 год) до 95% (2003 год) доходов компаний по ценным бумагам, остальное приходилось на собственные торговые операции и вознаграждение за андеррайтинг. Десять ведущих брокерских компаний Китая: China Galaxy Securities, Guotai Jun'an Securities, Haitong Securities, Shenyin Wanguo Securities, Huaxia Securities, CITIC Securities, China Southern Securities, Guangfa (Guangdong Development) Securities, Guoxin Securities, China Merchant Securities).

Общее количество компаний по ценным бумагам составляло в 2007 году 106. Еще 177 компаний работало на фьючерсном рынке (три товарно-сырьевых биржах). По некоторым оценкам, оптимальное количество таких компаний для Китая — не более 40–45. Процесс консолидации в отрасли идет и, очевидно, будет продолжаться.

Кроме того, в КНР действовало 111 фирм инвестиционных консультантов и 72 бухгалтерские компании, имевшие право вести учет операций с ценными бумагами.

Институциональные инвесторы

В 1998 году в Китае были созданы первые инвестиционные фонды. К концу 2007 года в стране насчитывалось 59 управляющих компаний (китайских и с участием иностранного капитала), под управлением которых находилось более 346 открытых и закрытых инвестиционных фондов с активами в 3,3 трлн юаней (434 млрд долларов) — 50-кратный **рост за год**(!). Для сравнения: активы инвестиционных фондов России за тот же год составили 30 млрд долларов, Бразилии — 615, США — 12021.

К концу 2007 года в стране насчитывалось 59 управляющих компаний (китайских и с участием иностранного капитала), под управлением которых находилось более 346 открытых и закрытых инвестиционных фондов с активами в 3,3 трлн юаней (434 млрд долларов).

Среди прочих институциональных инвесторов Китая следует выделить Национальный фонд социального страхования (большая часть активов помещена в государственные облигации), страховые компании и негосударственные пенсионные фонды. Последние, однако, в Китае находятся в зачаточном состоянии и даже по абсолютной величине активов уступают российским НПФ, которые и сами не отличаются большими размерами. В целом, как в Китае, так и в России, данный сектор требует серьезной реформы и в этом у наших стран много общего.

Вступление КНР в ВТО: влияние на финансовый сектор

В соответствии с условиями вступления в ВТО иностранные компании по ценным бумагам получили право создавать в Китае совместные предприятия по управлению ценными бумагами. Доля иностранцев не должна была превышать 33% с постепенным повышением в течение трех лет (но не более 49%).

Зарубежные брокерско-дилерские фирмы получают прямой допуск к торговле B-акциями как полноценные члены бирж.

В отличие от российских бирж, где почти весь оборот приходится на акции 10 эмитентов, в Китае уровень концентрации можно определить как очень низкий (даже на развитых рынках он выше!): на Шанхайской бирже на долю 20 эмитентов приходится 10–11% оборота.

Представительства зарубежных компаний по ценным бумагам могут становиться специальными членами фондовых бирж.

Совместные предприятия (с долей иностранного капитала до 33%), которые могут заниматься андеррайтингом ценных бумаг (классическая функция инвестиционного банка), должны были появиться в течение трех лет после вступления в ВТО (т. е. до декабря 2004 года).

Китай обязался открыть рынок для иностранных банков для совершения ими валютных операций с китайскими юридическими лицами до конца 2003 года, с физическими лицами — до конца 2004 года. Разрешение выдается Центральным банком Китая.

Все дискриминационные ограничения на деятельность иностранных банков были полностью устранены в течение пяти лет после вступления в ВТО (к концу 2006 года).

Организаторы торговли

Как отмечалось выше, в КНР действуют две фондовые биржи — в Шанхае и Шэньчжене. Согласно Закону о ценных бумагах (см. ниже), фондовые биржи — бесприбыльные юридические лица.

Шанхайская фондовая биржа основана 26 ноября 1990 года, а 19 декабря приступила к работе.

Изначально биржа создавалась как чисто (онлайновая) электронная, на которой торги ведутся только через компьютеры. Однако при этом на бирже существует огромный торговый зал (крупнейший среди бирж Азиатско-Тихоокеанского региона), в котором расположено большое число торговых мест (компьютерных терминалов). Кстати, наличие большого зала вообще отличает ряд азиатских бирж (Гонконг, Токио) от европейских. Заявки инвесторов попадают в централизованную книгу заявок биржи (ее основной компьютер) либо с терминалов, расположенных в зале биржи, либо с удаленных терминалов, находящихся на всей территории страны.

Торговая сессия относительно короткая: утренняя с 9.15 до 11.30 и дневная с 13.00 до 15.00. Цены открытия и закрытия определяются на основе онкольного (залпового) аукциона, в остальное время торги идут в режиме непрерывного двойного аукциона, принципиально не отличающегося от торгов на других биржах, будь то Euronext, Франкфуртская фондовая биржа (система Xetra) или ММВБ.

Торговая система биржи позволяет производить до 16000 транзакций в секунду (60 млн операций за день) и по своей операционной способности является одной из наиболее мощных в мире.

В целях уменьшения чрезмерных спекулятивных колебаний цен на рынке на Шанхайской фондовой бирже установлены так называемые “ограничители” (circuit breakers). За день цена акций всех типов и бумаг инвестиционных фондов не должна изменяться более чем на 10%. Если цена подходит к порогу, торговля автоматически останавливается.

Членами бирж являются компании по ценным бумагам. Иностранным компаниям на биржах предоставляются специальные места, они торгуют только акциями класса *B*. Количество членов Шанхайской биржи выросло с 25 в 1990 году до 553 в конце 1995 года. Впоследствии оно неуклонно сокращалось и в конце 1999 года составляло уже 199, а в 2006 году — 152[3].

Шэньчжэньская фондовая биржа учреждена в декабре 1990 года, открылась в апреле 1991 года и является также полностью компьютеризированной. Принципиальных отличий в организации торгов нет. Часы торговли, механизм торговли такие же, как и в Шанхае, хотя торговая платформа собственная. Отличия касаются, как отмечалось выше, торгуемых инструментов. Поскольку в Китае запрещен кросс-листинг, акции и облигации, торгуемые в Шэньчжэне, отличаются от торгуемых в Шанхае.

Общее количество членов Шэньчжэньской фондовой биржи — 177 (2007 год) (сокращение более чем вдвое по сравнению с серединой 1990-х годов). Все члены биржи до вступления в ВТО были представлены только национальными компаниями по ценным бумагам. Иностранные брокерские фирмы (46) имеют специальный статус и торгуют только *B*-акциями.

Торговая система позволяет осуществлять до 20 млн сделок в день (максимальная нагрузка до 2003 года составила 4,5 млн).

В отличие от российских бирж, где почти весь оборот приходится на акции 10 эмитентов, в Китае уровень концентрации можно определить как очень низкий (даже на развитых рынках он выше!): на Шанхайской бирже на долю 20 эмитентов приходится 10–11% оборота.

В 2001 году в Пекине была создана Китайская депозитарно-клиринговая компания (China Securities Depository and Clearing Co., Ltd.) с отделениями в Шанхае и Шэньчжэне. Улаживание расчетов осуществляется по схеме T+1 по *A*-акциям и T+3 по *B*-акциям.

Помимо двух указанных фондовых бирж в Китае также имеется компьютеризованная система STAQ (Securities Trading Automated Quotations System), похожая на американскую NASDAQ. По некоторым оценкам, она является крупнейшей в мире по количеству подключенных терминалов. Кроме того, существует Национальная электронная торговая система (National Electronic Trading System— NET), созданная для торговли акциями государственных компаний и государственными облигациями.

Фьючерсные биржи. Как отмечалось выше, в середине 90-х годов фьючерсная торговля производными на финансовые активы на китайских фондовых биржах была запрещена. Кроме того, следует отметить, что в первой половине 1990-х годов в Китае возникло порядка 50 фьючерсных товарных бирж, на которых действовало примерно 1000 брокерских компаний. В 1994 году этой вольнице был положен конец.

Срочные контракты, которыми торговали в Китае вплоть до конца 2007 года, — это товарные фьючерсы. В качестве базового актива выступают: бобы, соя, пшеница, рис, кукуруза, арахис, медь, алюминий, нефть, древесина. Сделки совершаются на трех биржах: Шанхайской фьючерсной бирже, Даляньской товарной бирже и Товарной бирже Чжэнчжоу.

Однако рост финансового рынка в Китае объективно поставил на повестку дня вопрос о необходимости создания рынка производных именно на финансовые инструменты. В конце 2006 года биржа финансовых фьючерсов была формально создана в Шанхае. Но реально она начала функционировать лишь в 2008 году. На ней представлены фьючерсы на фондовые индексы и государственные облигации.

Система регулирования фондового рынка

Нормативную базу китайского рынка ценных бумаг образуют три закона (Закон о компаниях, Закон о ценных бумагах и Закон об инвестиционных фондах) и более 300 постановлений, правил и кодексов.

Закон о компаниях 1994 года содержит нормы, касающиеся вопросов устройства акционерных компаний в Китае, которые делятся на компании с ограниченной ответственностью (limited liability companies и открытые акционерные общества joint stock limited companies).

Закон о ценных бумагах 1998 года, вступивший в силу в 1999 году, устанавливает требования к публичной (открытой) подписке на ценные бумаги, листингу, раскрытию информации листинговыми компаниями, вводит понятие инсайдерской торговли с ее определением и перечислением лиц, обладающих инсайдерской информацией, определяет манипулятивные сделки и декларирует запрет на их совершение. Закон также регулирует вопросы слияний и поглощений, создание и функционирование фондовых бирж, деятельность клиринговых и саморегулируемых организаций, содержит общие принципы деятельности регулятивного органа. В законе подробно прописаны конкретные меры ответственности за его нарушение, которые включают дисциплинарные предупреждения, штрафы (за конкретные нарушения предусмотрены различного уровня штрафы — от 30 тыс. до 600 тыс. юаней, а за манипулирование — в размере пятикратной величины незаконно полученной прибыли), отзыв лицензии. Меры уголовной ответственности в законе не прописаны, но также предусматриваются.

В 2005 году в оба закона были внесены настолько существенные поправки, что можно даже говорить о новых законах о компаниях и ценных бумагах. Так, в Законе о компаниях из 229 статей 46 были исключены, в 137 внесены поправки и появилась 41 новая. В Законе о ценных бумагах из 214 статей в 40% были внесены поправки, 27 исключены, 53 новые добавлены[4].

В редакции 1993 года требования к размеру капитала КОО были установлены на уровне 300–500 тыс. юаней, ОАО — 10 млн юаней с обязательной полной оплатой при учреждении[5]. В новой редакции требования к капиталу КОО уменьшены до 30 тыс. юаней, ОАО — до 5 млн. Платежи можно делать частями, но сразу должно быть оплачено 20%, а весь капитал — в течение двух лет с момента учреждения. Расширен список имущества, которое может быть внесено в уставный капитал, в т.ч. увеличена доля нематериальных активов.

Новый закон усиливает права кредиторов компании (стало сложнее уклоняться от своих обязательств, в частности, путем увода активов в другие компании). Расширены возможности по выкупу собственных акций.

Новый закон позволяет судам по иску акционеров останавливать деятельность компании. В результате поправок и внесения новых статей усилена ответственность управляющих и изменена структура управления. Ранее Китай принял двухуровневую систему совета директоров, состоящую из наблюдательного совета и совета управляющих. Однако на практике наблюдательный совет оказался не в состоянии выполнять функции мониторинга действия управляющих. В новом законе обязательным является наличие в наблюдательном совете независимых директоров, а его полномочия расширены. Предусматривается участие в совете представителей акционеров и работников предприятия, причем доля последних в листинговых компаниях не может быть менее одной трети.

В целях укреплении прав миноритарных акционеров закон теперь разрешает применять кумулятивную систему голосования при выборе совета директоров.

Согласно ст. 75 акционер, голосовавший против принятия резолюции на

Нормативную базу китайского рынка ценных бумаг образуют три закона (Закон о компаниях, Закон о ценных бумагах и Закон об инвестиционных фондах) и более 300 постановлений, правил и кодексов.

общем собрании или если компания не выплачивала дивиденды без серьезных на то оснований в течение пяти лет подряд, может потребовать выкупа акций по разумной цене.

В новом законе предусмотрены процедуры для подачи производного иска против менеджмента компании (чего раньше не было).

Усилена роль устава компании. В частности, акционеры имеют право решать вопросы, которые ранее были жестко прописаны в законе, в частности, разделение полномочий между общим собранием и советом директоров, передача акций в закрытых компаниях и объявление дивидендов.

Поправки в Закон о ценных бумагах

Одна из наиболее важных поправок касается преодоления сегментации рынка финансовых услуг. Ст. 6 закона разрешает Госсовету в случае необходимости разрешать финансовым учреждениям совмещать некоторые виды деятельности, в обычном порядке запрещенные (это касается, в первую очередь, объединения функций коммерческого и инвестиционного банка).

В предыдущей редакции Закон разрешал только кассовые сделки с ценными бумагами. Новая редакция открыла дорогу развитию рынка производных на финансовые инструменты (не случайно через год была создана биржа финансовых фьючерсов).

Закон также фактически отменяет запрет на внебиржевой рынок. По решению Госсовета торговля может осуществляться в любом месте.

Ст. 68 повторяет идею американского Закона Сарбейнса-Оксли, предписывая директорам и ведущим менеджерам листинговых компаний подписывать отчеты (неся, при этом, прямую ответственность за правильность информации).

Расширено понятие существенной информации, инсайдеров. Законом создан фонд защиты инвесторов, причем одной из его функций является компенсация инвесторов в случае рыночных злоупотреблений брокера.

Ст. 180 предоставляет регулятору (Комиссии) новые полномочия по расследованию правонарушений. Одно из них касается возможности наложения ареста на имущество компании. В прошлом для этого необходимо было обращаться в суд, который нередко отказывал в ходатайстве в силу разных причин, в том числе из местного патриотизма.

Органы регулирования

В октябре 1992 года правительство создало Комиссию по ценным бумагам при Госсовете (State Council Securities Commission — SCSC) и Комиссию по регулированию рынка ценных бумаг (China Securities Regulatory Commission — CSRC) как исполнительный орган вышеназванной организации. Первоначально полномочия Комиссии были весьма ограниченны, она не имела возможности самостоятельно наказывать нарушителей, у нее был очень слабый бюджет, а биржи находились в ведении местных органов власти.

С 1998 года обе комиссии были преобразованы в единый орган регулирования — с сохранением названия одной из них — Комиссии по регулированию рынка ценных бумаг, подчиненной непосредственно Госсовету. При этом полномочия Комиссии были значительно расширены по сравнению с предыдущим периодом. В частности, в настоящее время она реально контролирует фондовые биржи путем назначения их руководителей.

Функции Комиссии — традиционные для подобных регуляторов и напоминают больше всего американскую SEC. Комиссия имеет головной офис в Пекине и 36 региональных отделений. В 2007 году в ней работало 2246 сотрудников.

Важные функции на китайском рынке выполняет общенациональная саморегулируемая организация — Ассоциация участников фондового рынка[6], созданная в 1991 году. Ее членами в конце 2007 года являлись 299 компаний, включая 109 брокерских компаний, 3 управляющие компании, 51 управляющую компанию инвестиционных фондов, 92 инвестиционных консультанта и 44 специальных члена.

Ее значение на китайском рынке схоже с ролью, которую играет NASD в США. Собственно с этой целью она и создавалась, кроме того Ассоциация организует прием экзаменов и выдачу аттестатов специалистам фондового рынка.

Аналогичные функции на фьючерсном рынке выполняет Ассоциация участников фьючерсного рынка, созданная в конце 2000 года[7].

В 2005 году в Китае был создан Фонд по защите инвесторов с оплаченным капиталом в 6,3 млрд юаней (на тот момент примерно 0,8 млрд долларов), находящийся под управлением Китайской корпорации по защите инвесторов (SIPFC). Корпорация и фонд призваны защитить инвесторов в случае банк-

Важные функции на китайском рынке выполняет Ассоциация участников фондового рынка, созданная в 1991 году. Ее членами в конце 2007 года являлись 299 компаний, включая 109 брокерских компаний, 3 управляющие компании, 51 управляющую компанию инвестиционных фондов, 92 инвестиционных консультанта и 44 специальных члена.

ротства брокерско-дилерских компаний (аналог — американская SIPC). Совет директоров корпорации состоит из девяти членов, из которых Комиссией по регулированию рынка ценных бумаг выдвигается председатель и утверждается Госсоветом.

Доходы фонда образуются из пяти источников:

- 20% комиссионных фондовых бирж после того, как их резервы достигнут максимальных величин;
- от 0,5 до 5% операционных доходов компаний по ценным бумагам;
- процентные платежи от сумм, временно «запертых» («locked») в процессе подписки на акции и конвертируемые облигации;
- выручка от компаний, прошедших процедуру банкротства;
- пожертвования китайских и иностранных юридических и физических лиц.

Часто высказывается точка зрения, что финансовый рынок КНР недостаточно либерализован, что реформы в нем идут медленно. На самом деле он становится более открытым, но делается это без спешки и суеты. Просто Китай всегда шел своим путем. А результаты говорят сами за себя. ◻

Примечания и комментарии

1 Логика, которой руководствовались китайские власти, та же, на которую опирались создатели Закона Гласса-Стиголла в США в 1933 г.: бизнес с акциями может поставить под угрозу расчетно-ссудные операции банков.

2 Начиная с 2003 г. происходит либерализация в данной области. Новая редакция закона о ценных бумагах 2005 г. также предусматривает возможность деятельности банков на рынке ценных бумаг.

3 Shanghai Stock Exchange Fact Book 2006.

4 Professor Baoshu Wang and Hui Huang. China's new Company Law and Securities Law: An overview and assessment. 2006, 19. Australian Journal of Corporate Law, p. 3–4

5 Там же.

6 www.sac.net.cn

7 www.cfachina.org

ПОДПИСНОЙ КУПОН

Вестник НАУФОР					
Период подписки:	___ полгода ___ год	Кол-во экземпляров/вид доставки:	_____ /Курьером _____ /По почте _____ /Pdf-версия		
Организация:					
Юр. адрес:					
Почтовый адрес:					
Адрес доставки:					
ИНН/КПП:	/				
Телефон:		Факс:		E-mail:	
Получатель издания (ФИО):					
ФИО сотрудника, ответственного за подписку:					

Заполненный купон нужно отправить по факсу 730-53-52, 730-53-17 или 787-24-85.

Счет за подписку выставляется после получения купона. Стоимость подписки на полгода/год для компаний-членов НАУФОР составляет 3390/6780 рублей, для иных организаций — 3570/7140 рублей. Подписка на электронную версию журнала (в формате pdf) стоит 3378/6756 рублей.

Екатерина Демушкина
вице-президент
ЗАО «Депозитарно-клиринговая компания»

Расширение инструмента

Роль и место депозитария в процессе кредитования ценными бумагами — правовые аспекты

С развитием сервиса кредитования ценными бумагами существенно расширился функционал учетных институтов (международных расчетно-клиринговых организаций, глобальных кастодианов), которые выполняют, в том числе, и роль агента и организатора. На финансовом рынке России эта тема уже давно признана актуальной, но развитостью у нас этого сегмента услуг, к сожалению, пока похвастаться сложно.

Правовая модель кредитования ценными бумагами — прежде всего инструмент достижения экономической цели.

О терминах и их содержании

Неразвитость сервиса по кредитованию ценными бумагами в российской учетной системе в настоящее время очевидна. Специальное законодательство регулирует только маржинальные сделки, которые, в общем, являются частью бизнеса брокеров, а не инструментом для полноценного развития этого сервиса в учетной системе. На практике зачастую происходит подмена понятий. Например, обсуждая сделки РЕПО и называя их инструментом кредитования ценными бумагами, упоминают те сделки, экономической целью которых является получение денежных средств под залог ценных бумаг (соответственно, с взиманием со стороны контрагента платы за пользование денежными средствами по ставке РЕПО), а не кредитование ценными бумагами.

Правовая модель кредитования ценными бумагами — прежде всего инструмент достижения экономической цели.

В наиболее общем виде выделяют цель, обусловленную получением денежных средств (cash-driven), и цель, обусловленную получением ценных бумаг (securities-driven).

В первом случае ценные бумаги важны лишь как обеспечение, в сделке могут участвовать любые ценные бумаги, удовлетворяющие требованиям, предъявляемым к обеспечению.

Для второй цели значение имеют определенные ценные бумаги (например, для завершения расчетов, страховки короткой позиции). В этом случае в качестве обеспечения могут выступать другие ценные бумаги, деньги или аккредитив.

С учетом необходимости достижения этих целей в Докладе по кредитованию ценными бума-

В этой статье:

Особенности регулирования сделок займа.

Порядок осуществления прав, удостоверенных ц.б., предоставленными в кредит.

Модель кредитования с использованием займа.

Надо ли строить единую модель?

гами[1] к традиционным инструментам, используемым в процессе кредитования ценными бумагами для достижения указанных целей, относят РЕПО, заем ценных бумаг, операции sell-buyback.

Среди этих инструментов РЕПО (в основном как инструмент кредитования денежными средствами под залог ценных бумаг) за более чем 10-летний период, прошедший с момента появления рыночного интереса к этому инструменту, наиболее детально проработан в разных отраслях права. Операции sell-buyback — сущность довольно неопределенная и оставляет простор для фантазии, хотя и понятно, что имеет в основе конструкцию сделок купли-продажи.

Для депозитариев как инфраструктурных институтов учетной системы при осуществлении депозитарных операций не важно, какие сделки лежат в их основе. Но если иметь в виду их активную роль в процессе организации кредитования ценными бумагами, то нельзя обойтись без рассмотрения операции займа ценных бумаг, который урегулирован в российском праве в самом общем виде, что является препятствием для полноценного использования этого инструмента в практике депозитарной деятельности.

В Докладе по кредитованию ценными бумагами отмечено, в частности, что существенным препятствием к развитию кредитования ценными бумагами является налогообложение операций кредитования ценными бумагами, вопросы отражения обеспечения на балансе, а также проблема банкротства заемщика. Это вопросы, которые актуальны для всех видов инструментов кредитования ценными бумагами.

В отношении договора займа ценных бумаг к причинам правового характера, обусловливающим неразвитость сервиса по кредитованию ценными бумагами в российской учетной системе с использованием этого инструмента, можно отнести:

- фрагментарность специального регулирования займа ценных бумаг для учетной системы (маржинальные сделки);
- отсутствие анализа законодательства для определения препятствий для развития займа ценных бумаг;
- отсутствие модели кредитования, системно описывающей взаимосвязи между участниками сделок и инфраструктурными организациями при заключении сделок займа ценных бумаг;
- необходимость учета российской правовой системы для внедрения международного опыта.

Независимо от юрисдикции и правовой системы государства сущность и правовой результат сделки займа ценных бумаг заключаются в передаче ценных бумаг в собственность заемщика. Вторым существенным признаком такой операции является, как правило, наличие обеспечения.

Описание возможных моделей займа ценных бумаг с участием депозитариев (видов и характера взаимосвязей между участниками сделок займа ценных бумаг и депозитариями и иными инфраструктурными организациями, специальных требований к существенным условиям сделок займа ценных бумаг, сделок, обеспечивающих исполнение обязательств по ним, а также соглашениям, на основании которых депозитарий оказывает услуги по организации заимствований ценных бумаг) и устранение на основании описанных правовых моделей препятствий законодательного и нормативного характера — вот набор задач, которые надо решить в рамках российского правового поля.

Использование международной практики, в том числе документов международных расчетно-клиринговых организаций, документов Международного банка расчетов и Международной организации комиссий по ценным бумагам важно прежде всего для формирования представления о моделях кредитования ценными бумагами в иных юрисдикциях и даже иных правовых системах с целью определения существа и правового результата сделки займа ценных бумаг. Независи-

Допустимо ли кредитование ценными бумагами без обеспечения? Такая возможность не является типичной для данных сделок, хотя может быть предоставлена законодательно, если депозитарий не участвует в сделке или является агентом.

мо от юрисдикции и правовой системы государства сущность и правовой результат сделки займа ценных бумаг заключаются в передаче ценных бумаг в собственность заемщика. Вторым существенным признаком такой операции является, как правило, наличие обеспечения.

На эти существенные признаки операции займа ценных бумаг обращено внимание, в частности, в Докладе по кредитованию ценными бумагами[2]. В том числе в докладе содержится очевидное объяснение необходимости достижения указанного правового результата — передачи ценных бумаг в собственность заемщика. Заемщику необходимо обладать полным титулом собственника, в частности, для того, чтобы иметь возможность передать его другому лицу. В этом докладе подчеркивается, что сделка займа ценных бумаг недействительна, если собственность не передается. Также в указанном Докладе при описании требований к обеспечению обращается внимание на необходимость наличия начальной маржи, превышающей стоимость переданных в заем ценных бумаг. Таким образом, заем ценных бумаг, как правило, имеет обеспечение, то есть данная сделка относится к отношениям реального кредита (отношениям, предусматривающим право кредитора на удовлетворение своих требований за счет конкретного имущества, являющегося обеспечением, в случае неисполнения заемщиком своих обязательств по возврату займа).

Допустимо ли кредитование ценными бумагами без обеспечения? Такая возможность не является типичной для данных сделок, хотя может быть предоставлена законодательно, если депозитарий не участвует в сделке или является агентом. В варианте, при котором депозитарий выступает в качестве стороны сделки займа ценных бумаг и принимает на себя все риски, связанные с исполнением сделок займа ценных бумаг, очевидно, должно быть жестко предусмотрено обязательное наличие обеспечения.

Особенности регулирования сделок займа

К основным особенностям правового регулирования в зависимости от конкретной юрисдикции относятся:

- вид и природа договора, являющегося основанием для передачи ценных бумаг в заем другому лицу, а также природа обеспечения и объем прав, возникших из обязательства, обеспечивающего основное обязательство по займу;
- возможность урегулирования передачи доходов или иных прав, удостоверенных ценными бумагами, на основании контракта кредитору (несмотря на то, что право собственности перешло к должнику), «основанная на контракте права».

Например, по английскому законодательству краткая характеристика сделок займа ценными бумагами дана, в частности, М. Фолкнером[3]:

- стороны обмениваются безусловным правом собственности на предоставленные в кредит ценные бумаги и обеспечение. Операция, именуемая кредитованием ценных бумаг, представляет собой «отчуждение (или продажу) ценных бумаг, связанное с последующим выкупом эквивалентных ценных бумаг на основании договора»;
- экономическая выгода передается заемщиком — собственником ценных бумаг кредитору на основании договора. Предусматривается основанное на договоре «право востребования акций из кредита для целей голосования»;
- обеспечение — не залог, а условная продажа (необходимо обратить внимание на то, что, очевидно, речь идет о сделке mortgage, которая с легкой руки Б. Г. Федорова в российском переводе стала означать ипотеку[4]). Тем не менее данная фидуциарная сделка представляет собой условную продажу, предоставляющую возможность продавцу имущества (по сути являющемуся залогодателем) выкупить имущество по исполнении обязательства. В случае неисполнения обязательства продавец лишается возможности выкупа данного имущества, а покупатель имеет право потребовать передачи имущества во владение и удовлетворить за счет него свои требования. Применяется как аналог залога без передачи имущества во владение кредитору. Однако использование конструкции продажи наглядно иллюстрирует ее отличия от договора залога по российскому праву.

1. Вид и природа договора, являющегося основанием для передачи ценных бумаг в заем другому лицу, а также природа обеспечения и объем прав, возникших из обязательства, обеспечивающего основное обязательство по займу по российскому законодательству.

1.1. В российском законодательстве предусмотрено несколько видов договоров, регламентирующих предоставление имущества, определенного родовыми признаками, взаймы.

Договор займа (ст. 807 ГК РФ) — базовая норма, определяющая род договора, видами которого являются вышеназванные договоры.

Договор займа: односторонний, реальный, должен заключаться в письменной форме, последствий недействи-

тельности несоблюдения письменной формы законом не предусмотрено.

Договор займа де-юре представляет собой самостоятельное обязательство, не связанное с договором купли продажи.

Договор займа применим к заимствованию ценных бумаг, однако необходима подготовка изменений в законодательство, учитывающих особенности займа ценных бумаг, в том числе форму выпуска ценных бумаг, являющихся предметом займа. Предложения приведены ниже.

К числу прочих договоров, предусматривающих возможность передачи вещей, определенных родовыми признаками, взаймы, и содержащих специальные условия заимствований, относятся договор коммерческого кредита (ст. 823, 488), договор товарного кредита, маржинальные сделки.

Договор коммерческого кредита (ст. 823 ГК РФ), в том числе договор купли-продажи с оплатой товара в кредит (ст. 488) имеют природу смешанного договора, имеющих как признаки купли-продажи, так и займа, а также возникновение залогового обеспечения в силу закона (ст. 488). Это означает, что кредитор, предоставляющий имущество взаймы, одновременно является и продавцом (поставщиком работ или услуг). Заемное обязательство имеет не самостоятельный характер, а включается в смешанную сделку по отчуждению имущества.

Имущество, проданное в кредит, по общему правилу, находится в залоге у продавца.

Упоминание данного договора важно для разграничения данного вида сделки с маржинальной торговлей ценными бумагами, предусмотренной специальным законодательством. В структуре данного договора продавец является кредитором, и сделка по отчуждению имущества заключается между продавцом (кредитором) и покупателем (заемщиком). Конструкция, по общему правилу, предусматривает заимствование денежных средств.

Товарный кредит (ст. 822), регулируемый по правилам, аналогичным правилам, установленным для кредитного договора (в том числе консенсуальность, двусторонний характер, ничтожность при несоблюдении письменной формы). Именно эти признаки отличают этот договор от договора займа, который является реальным (то есть считается заключенным с момента передачи имущества), односторонним (то есть у заимодавца есть только права, а у заемщика только обязанности). Наименование главы, а также отсылочные нормы к правилам продажи товаров исключают возможность применения данной главы к займу ценных бумаг.

Маржинальные сделки регулируются нормами специального законодательства (ФЗ «О рынке ценных бумаг») в части регулирования брокерской деятельности.

По структуре похожи на правоотношения коммерческого кредита и продажи товаров в кредит, с той разницей, что брокер, как правило, заключает сделку купли-продажи с третьим лицом, а не с клиентом. Поэтому речь в данном случае идет не о единой маржинальной сделке смешанного характера, охватывающей и правоотношения по кредиту, и правоотношения по купле-продаже, а об отдельных договорах (договоре займа между брокером и клиентом, договоре купли-продажи между брокером и третьим лицом). Кроме того, законом в части регулирования обеспечения не указана залоговая природа данного обеспечения (в отличие, например, от залогового обеспечения, возникающего при продаже товаров в кредит).

Именно отношения займа между брокером и клиентом наименее урегулированы в описании данной сделки. Например, при предоставлении денежных средств на приобретение ценных бумаг клиенту-покупателю ценных бумаг собственно договор займа, очевидно, возникает с момента исполнения сделки купли-продажи (одновременно с возникновением обеспечительного обязательства в отношении приобретенных бумаг). Для фиксации права собственности заемщика ценная бумага должна быть учтена в депозитарии (брокера) на счете депо владельца, открытого этому заемщику.

При предоставлении ценных бумаг продавцу в случае их отсутствия у продавца на момент заключения сделки (при сделках без предварительного обеспечения может не быть ценных бумаг). В любом случае к моменту исполнения (а в случае, если требуется предварительное обеспечение, к моменту заключения сделки) должен быть осуществлен заем ценными бумагами, который предшествует сделке купли-продажи. В том числе для фиксации перехода права собственности к заемщику ценные бумаги, предоставляемые взаймы, должны попасть на счет депо владельца, открытого данному заемщику.

Что реально происходит в депозитариях брокеров, неизвестно. С учетом того, что расчеты по сделкам, заключенным через фондовую биржу, в секторе корпоративных ценных бумаг осуществляются по счетам номинальных держателей (междепозитарным счетам), проверка данного условия может быть осуществлена только в депозитарии второго уровня (депозитарии брокера).

ФЗ «О рынке ценных бумаг» определено, что документом, удостоверяющим

В любом случае к моменту исполнения (а в случае, если требуется предварительное обеспечение, к моменту заключения сделки) должен быть осуществлен заем ценными бумагами, который предшествует сделке купли-продажи.

На обеспечение по маржинальным сделкам можно обратить взыскание без обращения в суд и без публичных торгов. Однако обращение взыскания без суда в отношении движимости возможно и по залогу.

передачу в заем определенной денежной суммы или определенного количества ценных бумаг, признается отчет брокера о совершенных маржинальных сделках или иной документ, определенный условиями договора. Поэтому осуществляются ли проводки по счетам владельцев-заемщиков, неочевидно.

Вместе с тем, поскольку отношения займа сопряжены с передачей права собственности на имущество заемщику, такое положение (или, по крайней мере, его практическая трактовка, не предусматривающая отражение заемных ценных бумаг по счетам депо заемщиков) вступает в противоречие с другими статьями ФЗ «О рынке ценных бумаг» (ст. 28 и 29). На это неоднократно обращалось внимание в судебной практике.

Например, Федеральный арбитражный суд московского округа при рассмотрении в кассационной инстанции дела № КА-А40/10085-03-П обращал внимание на необходимость проверки осуществления приходной записи по счету депо и соблюдения правил передачи бездокументарных ценных бумаг в собственность другого лица в соответствии со статьями 28 и 29 Закона о рынке ценных бумаг.

Как отмечается в судебном решении по указанному делу, «в ст. 3 ФЗ «О рынке ценных бумаг говорится о документе, удостоверяющем передачу ценных бумаг в заем, а не о самой передаче. Отчет брокера или иной документ, удостоверяющий заем, может быть оспорен, если он отражает факт, которого в действительности не было.

Необходимо соблюдение процедуры отражения перехода права собственности на бездокументарные ценные бумаги, предусмотренной Законом о рынке ценных бумаг»[5].

В маржинальных сделках специально регулируется обеспечение. В п. 4 ст. 3 ФЗ «О рынке ценных бумаг» отсутствует указание на залоговую природу обеспечения и содержится правомочие кредитора обращать взыскание на имущество, являющееся обеспечением.

Модель маржинальных сделок для развития сервиса по кредитованию ценными бумагами в учетной системе неактуальна, поскольку:

- предусматривает регулирование отношений только при непосредственном задействовании собственных средств брокера в совершении сделки и совершении сделки по отчуждению/приобретению ценных бумаг этим брокером. Для развития сервиса займа ценных бумаг в учетной системе важно предоставление депозитариям права участвовать в качестве стороны или агента в сделке займа ценных бумаг, совершение последующих сделок с заемными ценными бумагами, в общем, находится за рамками этого сервиса;
- непрозрачно описание заемных отношений, в том числе перехода права собственности к заемщику на ценные бумаги;
- отсутствует описание природы обременения (прав и обязанностей сторон, последствий и т.п.).

1.2. Природа обязательства, обеспечивающего обязательства займа ценными бумагами.

Поскольку сделки займа ценных бумаг, по общему правилу, являются обеспеченными, описание природы обеспечения и защита интересов кредитора, в том числе при удовлетворении его требований за счет обеспечения, являются одним из наиболее важных вопросов для развития сервиса кредитования ценными бумагами. Поэтому возникает вопрос, как наиболее эффективно с юридической точки зрения описать в законодательстве специальные нормы, регулирующие обеспечение при займе ценных бумаг, возможно ли использование конструкции обеспечения, предусмотренной для маржинальных сделок.

Как отмечалось выше, обременение маржинальных сделок в законе не названо залогом денежных средств или ценных бумаг. В законе предусмотрено право обращения взыскания на торгах фондовой биржи или организатора торговли (п. 4 ст. 3 ФЗ «О рынке ценных бумаг»).

Вместе с тем при отсутствии описания природы обременения возникает проблема квалификации соответствующего правоотношения. Практика третейских разбирательств не является показательной в данном случае. Проблема заключается в том, что при отсутствии описания в законе природы обеспечения в судебной практике может сформироваться использование аналогии закона, то есть правил, регулирующих сходные отношения. Непридание в ФЗ «О рынке ценных бумаг» обеспечению маржинальных сделок статуса залогового обеспечения порождает проблему соблюдения интересов других лиц, которые имели бы преимущественное право на удовлетворение своих требований, если бы данное обеспечение имело залоговый характер.

Гражданский кодекс РФ, например, в нормах о договоре комиссии предоставляет комиссионеру возможности для защиты своих прав при возникновении задолженности комитента. Например, в соответствии со ст. 359 ГК РФ комиссионер вправе удерживать находящиеся у него вещи, которые подлежат передаче комитенту либо лицу, указанному комитентом, в обеспечение своих требований по договору комиссии. В случае объявления комитента несостоятельным (банкротом) указанное право комиссионера прекращается, а его требования к комитенту в пределах стоимости вещей, которые он удерживал, удовлетворяются

в соответствии со ст. 360 настоящего Кодекса наравне с требованиями, обеспеченными залогом.

Таким образом, даже к праву удержания, предусмотренному ГК РФ, применяются нормы о залоге. Чего же можно ожидать в правоприменительной практике по отношению к обеспечению, природа которого не описана?

Ответ на вопрос, почему в ФЗ «О рынке ценных бумаг» отказались от залоговых отношений по маржинальным сделкам, очевиден. Но при этом альтернативой можно было бы считать адаптацию залоговых норм в ФЗ «О рынке ценных бумаг» применительно к залогу ценных бумаг. Неразрешимой в рамках ФЗ «О рынке ценных бумаг», очевидно, является лишь проблема банкротства. Но эта проблема актуальна и для того обеспечения, которое указано в ст. 3 ФЗ «О рынке ценных бумаг» по маржинальным сделкам.

На обеспечение по маржинальным сделкам можно обратить взыскание без обращения в суд и без публичных торгов. Однако обращение взыскания без суда в отношении движимости возможно и по залогу. Существует проблема квалификации биржевых торгов в качестве публичных. Прямого указания на это нет, есть указание на публичное обращение (то есть на публичное заключение сделок на вторичном рынке).

По маржинальным сделкам возможно обеспечение в виде денежных средств. Залог денежных средств не допускается, поскольку правовая модель залога — как реального обеспечения предусматривает обращение взыскания на заложенное имущество и удовлетворение требований залогодержателя. В соответствии с информационным письмом Президиума ВАС от 15 января 1998 г. № 26 «Обзор практики рассмотрения споров, связанных с применением арбитражными судами норм гражданского кодекса Российской Федерации о залоге» указано, что предмет залога не может быть определен как «денежные средства, находящиеся на банковском счете». Одним из существенных признаков договора о залоге имущества является возможность реализации предмета залога.

Вместе с тем также не определено, что такое обеспечение в виде денежных средств в соответствии со ст. 3 ФЗ «О рынке ценных бумаг». На чьем банковском счете может и должно находиться это обеспечение, какие права возникают у брокера на обеспечение в виде денежных средств. Ответы на эти вопросы можно найти, очевидно, только в практике деятельности брокеров.

В российском праве ни конструкция займа в неденежной форме, ни конструкция залога (в отличие от условной продажи в английском праве) не предусматривают встречного предоставления денежных средств.

В настоящее время в международной практике вопрос о направлении инвестирования денежных средств, полученных в качестве обеспечения, кстати говоря, является одним из наиболее дискуссионных. Для принятия денежного обеспечения для кредитора по ценным бумагам наиболее приемлема конструкция РЕПО. Однако РЕПО, по общему правилу, служит достижению цели, «обусловленной получением денежных средств (cash-driven) и с экономической точки зрения рассматривается как денежное кредитование под залог, то есть предполагает наличие ставки РЕПО за пользование денежными средствами. Поэтому для использования такой конструкции для достижения цели, «обусловленной получением ценных бумаг (securities-driven) необходимо решение проблемы со ставкой РЕПО. Плата в этом случае должна взиматься продавцом ценных бумаг, поскольку экономический интерес в получении ценных бумаг в такой сделке имеет покупатель. Проблема в данном случае лежит не только в области гражданского права, но и в области бухгалтерского учета и налогообложения.

Что касается договора займа ценных бумаг, то представляется, что для целей защиты интересов кредитора, помимо залогового обеспечения в виде других ценных бумаг, могут использоваться другие способы (гарантии, поручительства), которые могут предусматривать возмещение от поручителя или гаранта в том числе в денежной форме.

Еще одним существенным недостатком модели обеспечения в маржинальных сделках является отсутствие описания порядка отражения в депозитарном учете обременений ценных бумаг, являющихся обеспечением обязательств клиента перед брокером, возникших в результате заключения маржинальной сделки.

В соответствии со ст. 7 ФЗ «О рынке ценных бумаг» и п. 5.3 Положения о депозитарной деятельности в Российской Федерации, утвержденного Постановлением ФКЦБ Российской Федерации от 16 октября 1997 года № 36 депозитарий обязан регистрировать факты обременения ценных бумаг клиентов (депонентов) залогом, а также иными правами третьих лиц в порядке, предусмотренном депозитарным договором. В п. 13 Обзора практики рассмотрения арбитражными судами споров, связанных с применением норм о договоре о залоге и иных обеспечительных сделках с ценными бумагами (Информационное письмо Президиума ВАС РФ от 21 января 2002 г. № 67 указывает, что право залога на бездокументарные ценные бумаги возникает с момента его фиксации в установленном порядке (ст. 149 ГК РФ). Дело касалось залога без передачи залогодержателю.

ВАС РФ указал, что правило п. 1 ст. 341 ГК РФ, устанавливающее, что право залога возникает с момента заключения договора о залоге, а в отношении залога имущества, подлежащего передаче залогодержателю, — с момента передачи этого имущества, если иное не предусмотрено договором о залоге, не применяется при залоге бездокументарных ценных бумаг. Право

залога на такие бумаги возникает на основании ст. 149 ГК РФ только с момента фиксации его в установленном порядке.

Требованиям ст. 149 ГК РФ соответствует и данное в ст. 2 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» определение бездокументарной формы эмиссионных ценных бумаг как формы эмиссионных ценных бумаг, при которой владелец устанавливается на основании записи в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг или в случае депонирования ценных бумаг — на основании записи по счету депо.

Залоговые разделы регулируются для регистраторов подзаконными нормативными актами ФСФР, депозитариями также выработан порядок учета залоговых обременений. Проблематичность фиксации в учете обременений ценных бумаг, являющихся обеспечением обязательств клиента брокера, возникшим в связи с маржинальной сделкой, обусловлена неопределенность правовой природы обеспечения. Это, в свою очередь, создает для депозитария проблемы соблюдения указанных требований законодательства относительно необходимости фиксации обременений ценных бумаг в депозитарном учете.

В данном случае упоминание обременения не дает ответа на вопрос, какие права возникают у держателя обеспечения (на период до реализации), на каком счете они должны учитываться, кто может осуществлять права, удостоверенные ценной бумагой.

На основании изложенного можно сделать вывод о нецелесообразности применения к модели обеспечения по займу ценных бумаг с участием депозитария модели обеспечения по маржинальным сделкам. Необходимо сформулировать потребности, связанные с особенностями залога ценных бумаг в ФЗ «О рынке ценных бумаг», а также связанные с изменениями в законодательство о банкротстве (изложены ниже).

1.3. О возможных изменениях законодательства в части регулирования договора займа ценных бумаг и обеспечения обязательств по нему для развития сервиса по кредитованию ценными бумагами с участием депозитариев необходимо внести изменения в ФЗ «О рынке ценных бумаг», учитывающие особенности займа с ценными бумагами на основе использования конструкции договора займа.

- В частности, упоминание займа ценных бумаг непосредственно в законе желательно с учетом общетеоретической проблемы признания права собственности на бездокументарные ценные бумаги или ценные бумаги документарной формы выпуска, учитываемые на счетах депо, что до сих пор подвергается сомнению в научной литературе и отдельных случаях судебной практики.
- Поскольку предметом займа в рассматриваемом случае являются не денежные средства, а ценные бумаги, формально в ст. 809 ГК РФ при регулировании процентов за пользование займом указано на проценты на сумму займа. Очевидно, что взимание платы за пользование ценными бумагами в неденежной форме не будет соответствовать потребностям практики. Формально нет препятствий для включения в договор займа ценными бумагами условия о взимании платы в виде денежных средств, однако, в том числе во избежание неоднозначного толкования данных сумм как процентов от договора займа, целесообразно предусмотреть такую возможность непосредственно в законе.
- Целесообразно по аналогии с товарным кредитом и кредитным договором предусмотреть в законодательстве консенсуальный характер займа ценных бумаг, что будет означать заключение договора займа и, таким образом, возникновение у сторон прав и обязанностей по нему с момента достижения соглашения, а не передачи имущества, что более технологично и в большей степени защищает интересы участников сделки.
- Возможно, целесообразно непосредственно в законе определить ценные бумаги, которые могут являться предметом договора займа ценных бумаг. Поскольку предмет займа — имущество, определенное родовыми признаками, то предметом договора займа ценных бумаг могут являться эмиссионные ценные бумаги. Целесообразно определить, могут ли быть предметом займа долговые ценные бумаги разных выпусков. Для долговых инструментов, очевидно, это возможно, если они предоставляют одинаковый объем прав (например, при совпадении срока до погашения, даже если выпущены они были на разный срок). Также возможно определить, могут ли быть предметом договора займа долговые ценные бумаги, погашение которых приходится на тот период, когда действует договор займа, и какие последствия в этом случае возникают для заемщика и кредитора. Для акций, очевидно, основными критериями являются эмитент и вид акции (обыкновенные или привилегированные). Для бездокументарных ценных бумаг (документарных, находящихся на учете в депозитарии) в законе целесообразно прямо предусмотреть, что должны быть соблюдены требования ст. 2, 28, 29 ФЗ «О рынке ценных бумаг» (осуществление приходной записи по счету приобретателя) для перехода права собственности на заемные ценные бумаги к заемщику.

Необходимо также урегулировать вопросы залогового обеспечения в виде ценных бумаг, а также ликвидационного неттинга, в том числе решить следующие проблемы.

- Для получения обеспечения в виде денежных средств уточнить модель РЕПО либо описать специальный вид сделки купли-продажи, кото-

рая позволила бы продавцу ценных бумаг взимать плату за пользование ценными бумагами, принимая в качестве возмещения денежные средства на период до возврата ценных бумаг. Проблема, как отмечено выше, лежит в том числе в плоскости бухгалтерского учета и налогообложения.

- Целесообразно внести изменения в законодательство о ценных бумагах, прямо признав торги, осуществляемые фондовой биржей или организатором торговли, публичными. Это возможно в соответствии со ст. 350 ГК РФ, в которой установлено, что реализация (продажа) заложенного имущества, на которое в соответствии со ст. 349 настоящего Кодекса обращено взыскание, производится путем продажи с публичных торгов в порядке, установленном процессуальным законодательством, если законом не установлен иной порядок. В качестве примера подробного и работающего документа — Положение о порядке предоставления Банком России кредитным организациям кредитов, обеспеченных залогом (блокировкой) ценных бумаг № 236-П от 4 августа 2003 года, пока распространяется на сектор госбумаг. Таким образом реализовано это в группе ММВБ. В настоящее время до сих пор не предусмотрена реализация с торговых разделов, привязанных к залоговым разделам под управлением залогодержателя для сектора корпоративных ценных бумаг.

Что касается законодательства о банкротстве, то поскольку внесение глобальных изменений в регулирование института залога в части очередности удовлетворения требований залогового кредитора проблематично, изменения могут иметь «точечный характер». В частности, в Докладе по кредитованию ценными бумагами обращается внимание на важность регулирования в законодательстве соответствующей страны так называемого ликвидационного неттинга. В качестве одной из проблем озвучивалась возможность в соответствии с законодательством зачитывать взаимные долги, обеспечивая добросовестной стороне выгоду от того актива, который остался в ее распоряжении. Как отмечалось в докладе, ликвидационный неттинг признан в законодательстве многих стран и предусматривает зачет обязательств в денежной форме. Эта тема широко обсуждалась в России применительно к срочным сделкам, однако она актуальна и для займа ценных бумаг. Этот вопрос также исследовался в докладе 1999 года (в части правового регулирования). В российском законодательстве о банкротстве упоминается про зачет требований в ходе конкурсного производства. В соответствии со ст. 142 ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)» погашенными требованиями кредиторов считаются удовлетворенные требования, а также те требования, в связи с которыми достигнуто соглашение об отступном, или конкурсным управляющим заявлено о зачете требований, или имеются иные основания для прекращения обязательств. Зачет требования, а также погашение требования предоставлением отступного допускается только при условии соблюдения очередности и пропорциональности удовлетворения требований кредиторов. В ФЗ «О несостоятельности (банкротстве) кредитных организаций» предусмотрено, что погашение требований кредиторов путем заключения соглашения об отступном, о новации обязательства, а также путем зачета требований в ходе конкурсного производства при банкротстве кредитных организаций не допускается.

То есть для кредитных организаций такая процедура невозможна в принципе, для других организаций не предусмотрено зачета по заявлению кредитора. Кроме того, не урегулирован вопрос о переводе в денежные требования требований по другим активам, например, если взаймы предоставлены ценные бумаги и в обеспечение приняты другие ценные бумаги. При этом наиболее существенным остается вопрос очередности удовлетворения требований при банкротстве, поскольку при банкротстве затрагиваются интересы многих лиц, и решение будет зависеть от приоритетов защиты интересов определенных кредиторов. В Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2009 год и на период до 2010 и 2011 годов, например, указано, что продолжится совершенствование процедур ликвидации кредитных организаций, у которых отозвана лицензия на осуществление банковских операций, в части регулирования ликвидационного неттинга (close-out netting — CON) в отношении обязательств по финансовым сделкам.

2. Порядок и проблемы осуществления прав, удостоверенных ценными бумагами, предоставленными в кредит.

2.1. Проблемы, связанные с последствиями сделки займа ценных бумаг и возникновения залогового обязательства.

В российском праве заем — отдельная сделка, влекущая переход права собственности на предоставленное взаймы имущество. Это означает, что формально-юридически все права, удостоверенные ценными бумагами, переходят к заемщику. В соответствии со ст. 142 ГК РФ с передачей ценной бумаги переходят все удостоверяемые ею права в совокупности.

Поэтому право на получение доходов возможно определить в договоре в качестве возмещения. Но тогда могут возникнуть налоговые проблемы, поскольку в этом случае формально-юридически это не будет являться для кредитора по ценным бумагам доходом по ценной бумаге. В связи с этим в законодательстве целесообразно сделать ссылку

на возможность урегулирования такого вопроса в договоре, а также приравнять такие выплаты (при условии соответствующего подтверждения о том, что ценные бумаги были предоставлены по договору займа другому лицу) к получению доходов. В противном случае правовая квалификация такого возмещения как дохода по ценной бумаге проблематична, отсутствует правовое основание (кауза) для получения кредитором по сделке займа ценными бумагами таких средств, так как собственником является заемщик. Поэтому целесообразно прямо предусмотреть данную возможность как последствие совершения сделки займа с ценными бумагами. При этом, приравнивая возмещение по договору займа к доходам по ценным бумагам, необходимо иметь в виду, что на момент выплаты дохода заемщик может не быть собственником ценных бумаг, полученных взаймы, и доходы по этим ценным бумагам будет получать какое-то третье лицо — новый собственник. Поэтому решение проблемы таким способом, в том числе с учетом налоговых последствий, далеко не так очевидно. Стоит дополнительно изучить международную практику в части регулирования налогового статуса такого рода возмещений.

Отдельным вопросом является вопрос о возмещении суммы основного долга по погашенным ценным бумагам; если будет признано допустимым, — принимать такие ценные бумаги в качестве предмета займа. Представляется, что в данном случае кредитор не лишается права на получение сумм от погашения, только погашение будет произведено не по бумагам, предоставленным взаймы, а по бумагам, возвращенным по истечении срока договора займа, то есть позже.

Корпоративные действия по участию в управлении обществом урегулировать еще сложнее.

Уже формируется судебная практика по непризнанию прав по участию в управлении обществом, основанных на получении титула собственности в результате займа ценных бумаг путем признания сделки займа притворной.

Так, например Федеральным арбитражным судом Московского округа в порядке кассации заем был признан притворной сделкой, а внеочередное собрание недействительным, поскольку акционер голосовал акциями, полученными в заем (дело КГ-А40/6397-06 2006 год, КГ-А40/11615-06 2006 год). Для того чтобы переломить данную тенденцию, необходимо прямо предусмотреть на уровне закона возможность осуществления таких прав заемщиком.

Как отмечено выше, требование равноценных акций из кредита для целей голосования — вещь возможная и в российском праве, но очень рисковая для кредитора. Наделение же кредитора в сделке займа ценными бумагами правомочиями по голосованию вообще крайне проблематично с формальной точки зрения.

Например, нельзя использовать аналогию со ст. 57 ФЗ «Об акционерных обществах», регулирующей порядок голосования в случае передачи акции после даты составления списка лиц, имеющих право на участие в общем собрании акционеров и предусматривающей выдачу доверенности приобретателю акций. В этом случае заемщик может произвести отчуждение полученных взаймы ценных бумаг, при этом последующее лицо будет добросовестным приобретателем и не должно быть связано никакими обязанностями с прежним собственником.

Поэтому выработанный международной практикой опыт наиболее приемлем, в том числе «истребование равноценных акций для целей голосования», сохранение кредитором в своих активах хотя бы одной акции, что позволит ему участвовать в голосовании и быть информированным о наиболее важных корпоративных событиях.

Это вопрос управления рисками для лица, которое готово выступать в качестве кредитора по ценным бумагам.

Что касается осуществления прав, удостоверенных ценными бумагами, являющимися обеспечением, то при рассмотрении конструкции маржинальных сделок вопрос не урегулирован вообще.

Если под обеспечением понимать залоговое обеспечение, то могут применяться обычные правила, определенные в нормативном акте (для регистраторов) или договоре.

Возможность получения заемщиком доходов по ценным бумагам предусмотрена ГК РФ. В данном случае применима ст. 346 ГК РФ, в соответствии с которой залогодатель вправе, если иное не предусмотрено договором и не вытекает из существа залога, пользоваться предметом залога в соответствии с его назначением, в том числе извлекать из него плоды и доходы. Залогодержатель вправе пользоваться переданным ему предметом залога лишь в случаях, предусмотренных договором, регулярно представляя залогодателю отчет о пользовании. По договору на залогодержателя может быть возложена обязанность извлекать из предмета залога плоды и доходы в целях погашения основного обязательства или в интересах залогодателя.

Вопросы участия в корпоративном управлении также зависят от вида залога и могут решаться, в том числе, с помощью доверенностей, поскольку заложенные ценные бумаги не отчуждаются третьим лицам (кроме случаев реализации при неисполнении обязательств заемщиком).

2.2. Неспецифические проблемы корпоративного управления

Изложенные ниже проблемы актуальны в целом для финансового рынка и не являются специфическими проблемами, связанными с совершением займа ценных бумаг.

- Сделки с заинтересованностью. Поскольку эти сделки связаны с отчуждением имущества и при отсутствии исключений в законодательстве возникает проблема несоблюдения требований законодательства.

- Соблюдение требований об участии в капитале других организаций. В соответствии со ст. 65 ФЗ (пп. 17.1) «Об акционерных обществах» к компетенции совета директоров (наблюдательного совета) общества относится принятие решений об участии и о прекращении участия общества в других организациях (за исключением организаций, указанных в пп. 18 п. 1 ст. 48 настоящего Федерального закона), если уставом общества это не отнесено к компетенции исполнительных органов общества. Таким образом, для формального соблюдения данного требования для организаций, осуществляющих такие сделки, необходимо хотя бы в части сделок кредитования внесение изменений в учредительные документы

3. Модель кредитования с использованием договора займа ценных бумаг с участием депозитария.

Любая правовая модель предполагает, очевидно, наличие объектов и субъектов регулирования, а также системы правоотношений между субъектами, которые регулируются законодательством и/или договорами, а также предполагает достижение определенного правового результата.

Традиционно в развитой практике кредитования ценными бумагами могут быть задействованы: участники сделки (заемщик и кредитор), инфраструктурные институты учетной системы (депозитарии), кредитные организации (для сделок, предусматривающих исполнение или предоставление обеспечения в денежной форме). В число участников процесса традиционно включают агентов по кредитованию, организаторов системы.

С развитием сервиса кредитования ценными бумагами существенно расширился функционал учетных институтов (международных расчетно-клиринговых организаций, глобальных кастодианов), которые выполняют в том числе и роль агента, и организатора.

При этом множественность систем кредитования определяется множественностью организаторов кредитования. Модели кредитования, используемые ими, во многом совпадают и имеют особенности, определяемые юрисдикцией (в части описания правоотношений), особенности, определяемые степенью развития системы управления рисками.

3.1. Роль и место депозитария в процессе кредитования ценными бумагами.

Для определения места и роли депозитария в развитии сервиса кредитования ценными бумагами роль депозитария может быть рассмотрена в трех аспектах.

- Возможности участия депозитария непосредственно в сделке займа ценными бумагами.
- Возможности депозитария по предоставлению дополнительных услуг (функция организатора и/или агента по кредитованию ценными бумагами).
- Особенности осуществления депозитарных функций.

3.1.1. Возможности депозитария по участию в сделках займа ценных бумаг.

Возможно выделить несколько вариантов модели займа ценных бумаг.

а) Депозитарий не участвует в сделке и лишь выступает посредником в сделке (выполняя функции организатора и/или агента по кредитованию), обеспечивает технологическую возможность заключения сделки непосредственно между участниками сделки (например, возможность обмена определенными видами сообщений между участниками сделки в подтверждение заключения сделки).

Например, определяет порядок получения согласия кредитора и заемщика — информационные уведомления с использованием электронных систем связи. Этот вариант предполагает активную роль кредитора и заемщика и не технологичен для завершения расчетов на нетто-основе. В настоящее время его могут реализовать любые депозитарии.

б) Депозитарий выполняет функцию агента для одной или обеих сторон в сделке. Это предполагает наличие соответствующих договорных отношений (договор комиссии, поручения, агентский договор) между депозитарием и участником сделки, а также вступление депозитария в сделку от имени участника сделки или от своего имени в зависимости от полномочий и вида договора.

Статьей 7 ФЗ «О рынке ценных бумаг» депозитарию запрещено распоряжаться ценными бумагами клиентов, за исключением случаев, предусмотренных депозитарными договорами. Однако этого недостаточно.

Данный вариант может толковаться как брокерская деятельность. Расчетные депозитарии не имеют право осуществлять брокерскую, дилерскую деятельность, а также деятельность по управлению ценными бумагами.

В настоящее время наиболее распространенной является модель маржинальных сделок для депозитариев, совмещающих деятельность с брокерской. Модель кредитования, предусматривающая задействование собственных средств депозитария, охватывается законодательством о маржинальных сделках, поскольку в этом случае депозитарий выполняет функции брокера, совершая сделку для клиента.

Необходимо внесение изменений в законодательство, которое позволило бы расчетным депозитариям выполнять функцию агента в сделках займа ценными бумагами, совершаемых их депонентами. В данном случае — не по модели маржинальных сделок. Депозитарий выступает агентом именно в сделке займа ценных бумаг, а не в сделке купли-продажи. Распоряжение ценными бумагами может осуществлять непосредственно заемщик. Для завершения расчетов по ценным бумагам этого достаточно.

Для того чтобы депозитарий мог выполнять функцию агента для обеих сторон сделки, возможно в законодательстве рассмотреть такой функционал депозитария, как коммерческое представительство (ст. ГК РФ). Однако целесообразно решение этой проблемы не через разрешение расчетному депозитарию осуществлять брокерскую деятельность, а через специальное регулирование конкретной операции по займу ценными бумагами. Расчетный депозитарий в таком качестве участвует в совершении только сделки займа с ценными бумагами, как правило, для завершения расчетов. Это модель, не аналогичная маржинальной торговле.

Пригодна для завершения расчетов на любой основе, поскольку не предполагает получения волеизъявления клиента (кредитора) и/или заемщика для заключения каждой сделки. Возможно использовать для автоматического кредитования.

в) Депозитарий выступает участником сделки от своего имени и за свой счет. Технологически, очевидно, это предполагает приобретение депозитарием взаймы ценных бумаг от клиента (депонента), располагающего ценными бумагами и давшего согласие на предоставление их взаймы, а затем предоставление этих ценных бумаг клиентам (депонентам), испытывающим потребность в ценных бумагах. В данном случае депозитарий условно можно назвать «центральным контрагентом».

В рамках действующего законодательства расчетные депозитарии фактически не могут выполнять данную функцию. Хотя именно в отношении займа прямого запрета не установлено. Необходимо внесение соответствующих изменений в законодательство, как и в случае выполнения расчетным депозитарием функции агента по кредитованию ценными бумагами.

Эта модель может использоваться при расчетах на любой основе, и в том числе при организации «автоматического» кредитования.

Она наиболее сложна для депозитария с точки зрения управления рисками, поскольку в данном случае так же, как и для центрального контрагента, для депозитария возникают все основные виды рисков, включая кредитный риск.

Необходимо обратить внимание на то, что в последнее время крупнейшие международные расчетно-клиринговые организации, в том числе «Клирстрим», уделяют внимание развитию кредитования ценными бумагами с участием центрального контрагента. Это представляется оправданным с точки зрения функционала центрального контрагента и его возможностей по управлению рисками. Поэтому соотношение функций депозитария и центрального контрагента, заключающихся в участии в сделках займа ценных бумаг в качестве стороны, очевидно, зависит от бизнес-подходов в рамках той или иной инфраструктурной группы. Например, депозитарий может выполнять такую функцию на внебиржевом рынке.

3.1.2. Функции депозитария в качестве агента и/или организатора.

- Посреднические функции (1-й вариант модели кредитования).
- Функции определения платежеспособности заемщика. В зависимости от потребностей рынка набор услуг может включать и установление критериев определения платежеспособности, и порядок согласования с потенциальными кредиторами круга потенциальных заемщиков, проверку финансовой и иной отчетности, представляемой потенциальными заемщиками, то есть, по существу, оценку кредитного риска. Может включать расчет и/или установление лимитов кредитования.

Расчет и контроль обеспечения. При развитом сервисе — функция управления активами, предоставленными в качестве обеспечения (в основном касается вложений денежных средств, принятых в качестве обеспечения). В российской правовой конструкции займа это проблематично. Но возможность расчетного депозитария управлять активами предусмотреть в законодательстве целесообразно, поскольку эта функция может быть сопряжена с заключением сделок с ценными бумагами.

Для урегулирования договорных отношений по выполнению депозитариями функций агента и/или организатора кредитования ценными бумагами используются многосторонние соглашения.

Как правило, международные расчетно-клиринговые организации используют трехсторонние соглашения, предусматривающие порядок кредитования участников через учетную систему депозитария.

Примерами стандартных вариантов многосторонних соглашений по английскому праву является Overseas Securities lending Agreement (OSLA), в США Master Securities Loan Agreement.

В докладе по кредитованию ценными бумагами 1999 года говорится, что в некоторых юрисдикциях указано на агентское соглашение, которое предоставляет агенту полномочие предоставлять в заем ценные бумаги от имени владельца ценных бумаг и определять условия и ограничения, на которых могут быть предоставлены взаймы ценные бумаги. Такие ограничения могут включать: направления использования денежных средств при обеспечении денежными средствами, допустимых заемщиков, допустимое обеспечение, лимиты на портфельное предоставление ценных бумаг и прочие условия. Соглашения могут предусматривать множественность субъектов кредитования, например на стороне кредитора. В развитых системах кредитования возможно участие пула кредиторов в предоставлении кредита и возможен залог обеспечения в пользу пула кредиторов. Кредит может быть гарантирован синдикатом гарантов. Соглашения могут предусматривать последствия неисполнения сделок

заемщиком (денежная компенсация, приобретение ценных бумаг депозитарием (возможно при втором и третьем варианте кредитования).

Данные соглашения могут содержать не только функциональные обязанности депозитария по оказанию сервиса по кредитованию ценными бумагами, но и, по сути, являются генеральным соглашением об условиях и порядке кредитования, на которые должна быть ссылка при заключении конкретных сделок

Возможно законодательно целесообразно установить требования к существенным условиям такого соглашения.

Данные условия должны быть приняты во внимание и при заключении аналогичных соглашений по российскому праву.

3.1.3. Особенности осуществления депозитарных операций.

К процедурам риск-менеджмента, осуществляемым депозитарием в интересах клиента в рамках его функционала как агента и/или организатора процесса кредитования ценными бумагами относят, в частности: DVP (поставка актива против поставки обеспечения), ежедневный контроль маржи, мониторинг контрагентов, порядок кредитования, определение последствий неисполнения сделок (например, в случае неисполнения заемщиком).

- Контроль поставки обеспечения на принципе DVP.
- Если поставка неденежного обеспечения не на условии «поставка против поставки», а на условии свободной поставки, сначала обычно поставляется обеспечение, а затем осуществляется перевод ценных бумаг, предоставляемых взаймы.
- В случае реализации варианта поставки денежного обеспечения необходим контроль поставки обеспечения, предполагающий наличие договорных отношений между депозитарием и платежной системой, поскольку денежное обеспечение поступает через платежную систему.

Круг клиентов, которым предоставляется сервис (потенциальные участники сделки займа ценными бумагами). Для депозитария — это депоненты. Поскольку существенным условием процесса кредитования ценными бумагами является переход права собственности к заемщику, контроль возможен только внутри учетной системы депозитария. В остальных случаях депозитарий, по сути, выполняет только депозитарную функцию, не контролируя процесс кредитования в первом варианте модели, предполагающей наименьшие риски для депозитария.

4. Надо ли строить единую модель (с единственным организатором и агентом процесса кредитования)?

Централизованная модель при децентрализованной и сегментированной организации финансового рынка вряд ли нужна и вряд ли работоспособна.

Задача состоит в том, чтобы создать условия, в том числе законодательные (гражданско-правовые, налоговые), для реализации модели.

В зависимости от задач и сфер бизнеса, в которых задействован институт, варианты реализации модели кредитования могут отличаться, базируясь при этом на общих основополагающих нормах:

- регулирование последствий займа, в том числе объема прав, переходящих к заемщику в результате займа, и определение баланса защиты интересов заемщика и кредитора (как с гражданско-правовой, так и с налоговой точек зрения);
- регулирование обеспечения и удовлетворения требований кредитора в случае неисполнения обязательств. ◻

Примечания и комментарии

[1] Securities Lending Transactions: Market Development and Implications, Technical committee of the International Organization of securities commissions (IOSCO), Committee on payment and settlement systems (CSPP), July 1999 (доступно на сайте www.bis.org) (далее: Доклад по кредитованию ценными бумагами).

[2] Securities Lending Transactions: Market Development and Implications, Technical committee of the International Organization of securities commissions (IOSCO), Committee on payment and settlement systems (CSPP), July 1999 (доступно на сайте www.bis.org).

[3] М. Фолкнер «Введение в кредитование ценными бумагами», Москва 2007, изд. СРО НФА при финансовой поддержке АБ «Газпробманк «ЗАО» и НП «Национальный депозитарный центр», перевод на русский язык СРО НФА, 2007 г.

[4] Б. Г. Федоров «Англо-русский толковый словарь валютно-кредитных терминов», Москва.

[5] Доступно в правовой базе «Консультант Плюс» в разделе судебной практики.

Шанс измениться

В Москве в течение трех дней февраля работал инвестиционный «Форум Россия 2009», организованный компанией «Тройка Диалог»

Конференция — это формат, который давно стал классическим, и потому, казалось бы, не нуждается в усовершенствовании. Однако опытным пользователям известно, что классика как раз вполне восприимчива к свежим идеям: дело лишь в их наличии (и свежести).

Инвестиционный «Форум Россия 2009», проведенный в начале февраля компанией «Тройка Диалог», стал площадкой, на которой важные новости, яркие люди и креативные обсуждения присутствовали в концентрированном виде.

Первый день

Одним из событий первого дня стало присутствие на открытии Форума первого вице-премьера РФ Игоря Шувалова, который вкратце рассказал аудитории о политике российского правительства в условиях финансового кризиса. Правительством, сказал он, принята новая бюджетная методология. Самое важное сейчас — макроэкономическая стабильность. Государственные расходы с целью минимизации дефицита бюджета, будут значительно сокращаться. Реализация многих проектов не начнется вообще. Россия обладает резервами в виде различных фондов и ЗВР, но их расходование будет происходить крайне осмотрительно.

Банковский сектор приоритетен. Сложная ситуация, сложившаяся в банковской сфере в октябре-ноябре, сейчас пройдена, наблюдается приток вкладов населения, уровень невозвратов снизился. Но трудности еще не закончились. Поэтому системообразующие банки с государственным участием — Сбербанк, ВТБ — будут докапитализированы. В случае реализации самого жесткого сценария ряду банков будут выделены средства под будущие потери, причем определенные ресурсы получит и частный сектор: если акционеры увеличат капитал первого уровня на 15%, то государство даст еще 15%. На эти цели может быть израсходовано 10–25 млрд рублей, и такого рода помощь смогут получить около 50 наиболее крупных банков.

Вице-премьер подчеркнул, что правительство не собирается спасать все предприятия реального сектора: в первую очередь помощь получат госкомпании, в том числе ВПК. Если с дефицитом средств столкнутся Газпром, РЖД, энергетика, то государство готово работать с ними в «ручном» режиме и финансировать эти отрасли в приоритетном порядке. Но все обязательства государством перекредитованы быть не могут. Предприятия должны вскрыть и показать все свои долги — без этого движение вперед не начнется.

При значительном профиците бюджета, признал г-н Шувалов, структурные изменения не происходили.

Кризис — время задуматься о преобразовании структуры экономики. Приоритетные области — здравоохранение, наука и образование.

В 2009 году, добавил г-н Шувалов, отвечая на вопрос из зала, прогнозируется, что ВВП будет «от 0 и ниже».

Если пузыри лопнули

Тотчас после выступления Шувалова началась сессия «К новой архитектуре финансового рынка: за границами лопнувших пузырей».

В состав дискуссионной группы вошли ректор Российской экономической школы Сергей Гуриев; Президент Института свободы и демократии Эрнандо де Сото; Советник по глобальной стратегии фонда PIMCO Ричард Кларида; Председатель Совета директоров компании Kurtzman Group Джоел Курцман; профессор Booth School of Business (Чикаго) Рагурам Раджан; профессор Stern School of Business Нуриэль Рубини; профессор New York University Polytechnic Institute Нассим Талеб; главный экономист Организации экономического сотрудничества и развития Клаус Шмидт-Геббель; главный экономист ЕБРР Эрик Берглоф.

Г-н Шмидт-Геббель начал свое выступление с вопроса, может ли капитализм в принципе распределять ресурсы правильно, честно и эффективно.

Все по-прежнему хотят быть богатыми, все требуют помощи правительств, и это давление будет усиливаться. Но есть сомнения в том, что все меры, предпринимаемые правительствами, сработают эффективно. Пока что кризис деньгами не заливается, и, кроме того, не всегда нужны именно деньги, в ряде случаев необходимо чинить инфраструктуру. И, конечно, во что бы то ни стало следует наладить работу финансового сектора. Нынешний кризис будет кризисом развивающихся стран, именно им придется больнее всего. Старая финансовая архитектура не работает. В МВФ доминирует большая семерка, национальные правительства стали заниматься протекционизмом. Золотовалютные резервы — это единственный ресурс, которым обладают развивающиеся страны.

Эрнандо де Сото утверждал, что мировая экономика снова начнет расти, когда основное внимание будет уделяться повышению производительности труда.

Джоел Курцман предсказывал, что кризис будет повторяться снова, поскольку кризисы присущи самой природе финансового бизнеса.

Ричард Кларида обратил внимание присутствовавших на то, что разрастанию кризиса способствовало несовершенство финансовой аналитики.

Нассим Талеб критически отозвался о центральных банках и их политике, которая поощряла стремление трейдеров скрывать риски.

Эрик Берглоф подчеркнул необходимость координации мировой экономической политики и говорил о важности создания системы, которая могла бы «сдувать» «мыльные пузыри».

По прогнозу, сделанному Нуриэлем Рубини, кризис будет затяжным. Чересчур щедрая бюджетная политика, заметил он, приведет к значительному повышению кредитных рисков.

Рагурам Раджан говорил о необходимости создания Всемирного экономического совета (впрочем, эта идея сейчас, что называется, носится в воздухе и высказывается на многих экономических мероприятиях).

После выступления г-на Раджана к микрофону вышел хозяин Форума — председатель совета директоров группы компаний «Тройка Диалог» Рубен Варданян и объявил об отмене кофе-брейка, сославшись на кризис. Юмор аудитория восприняла с пониманием, поскольку кофе за пределами конференц-зала лился рекой, градус интереса к выступлениям был уже достаточно высок, а, самое главное, в аудиторию вошли Герман Греф, Алексей Мордашов и Леонид Меламед.

Сразу же после их появления началась следующая сессия: «Россия: преодоление рыночного и странового рисков».

Преодоление рисков

В дискуссионную группу этой сессии вошли Председатель Совета директоров группы компаний Тройка Диалог Рубен Варданян; Президент и Председатель правления Сбербанка Герман Греф; Президент АФК «Система» Леонид Меламед; Исполнительный директор оргкомитета Российско-Сингапурского делового форума Майкл Тай; Генеральный директор «Северсталь-групп» Алексей Мордашов и Президент АК «АЛРОСА» Сергей Выборнов.

«Равновесие исчезло, — прокомментировал ситуацию в стране г-н Мордашов, — но самое главное — понимать: будущее не предопределено. Каким оно будет, зависит от наших собственных усилий».

«Мир протрезвел, — констатировал г-н Греф. Победных реляций больше не слышно. Страны, которые развивались наиболее агрессивно, страдают в наибольшей степени».

Но сейчас актуален ответ на вопрос «что делать?», а не «кто виноват?».

Почему в мировой экономике произошел сбой? В первую очередь его причиной стало противоречие между действиями ФРС как центра национальной и мировой эмиссии. Бреттон-вудские соглашения такой ситуации не предусматривали, и механизмов разрешения подобных противоречий в сегодняшнем мире не существует. Происходила закачка капитала извне в экономику США, создававшая искусственные условия для роста, и страны получали свою долю в этом пироге. Россия — вследствие роста цен на нефть, Китай — благодаря росту экспорта. В целом работа этого механизма понятна, но тонкие детали необходимо изучать.

Так что же нам делать?

Кредитная накачка бесполезна, источники капитала отсутствуют, выход из кризиса будет долгим. Главным для России, сформулировал г-н Греф, является:

- сохранение макроэкономической стабильности;
- сохранение ЗВР и стабильности рубля;

- поддержание функций финансового сектора;
- поддержание кредитоспособности банков;
- трансляция поддержки в реальный сектор.

«Важно понять, будет ли Россия придерживаться принципов свободы торговли», — заметил г-н Тай.

«Взаимодействие власти и бизнеса является очень важным моментом, — согласился г-н Греф. — Наше правительство консультируется с бизнесом, но механизмы такого взаимодействия еще не созданы. Ни ТПП, ни РСПП, ни институты саморегулирования не работают в этом смысле достаточным образом. Институты надо растить».

«В кризис роль государства усиливается, — заметил г-н Меламед. — Важно, чтобы в трудные времена оно брало на себя значительную часть расходов социальной сферы. Когда кризис закончится, распределение сместится и нормализуется».

Г-н Выборнов объяснил аудитории, что в США для приобретения лекарства нужно обойти десяток докторов. Но для того, чтобы выпустить в этой стране «мусорные» облигации, согласований практически не требовалось. Рейтинги присваивали «мусорным бачкам». Подобное регулирование нуждается в реформе, и было бы правильно, чтобы вся эта система не пережила кризис.

«Действительно, — подтвердил г-н Варданян, — кризис поразил всю систему. Но есть бизнес, который строится не на системном подходе».

Затем основной владелец «Тройки Диалог» задал всем присутствовавшим вопрос, являются ли именно деньги мерилом всего.

«Каждый человек понимает успех по-своему. Для кого-то успех — это деньги, — предложил свой вариант ответа г-н Мордашов. — Но лично для меня важно считать себя менеджером и лидером: человеком, который занят приращением ценностей. А деньги — это инструмент для достижения цели, поэтому нельзя считать, что они не значат ничего. Важно создавать ценности: строить правильную бизнес-модель, делать ее эффективной. Россия впервые столкнулась с настоящим капиталистическим кризисом. Следует сделать из него правильные выводы и измениться. Баланса, который сложился к 2008 году, больше не существует. Нужна реструктуризация, а она влечет за собой соответствующие последствия: спад производства, рост безработицы. Но сейчас уже можно рассчитывать на предпринимательскую активность и возросшую квалификацию отечественных менеджеров», — с оптимизмом закончил мысль г-н Мордашов.

После раунда размышлений экспертов пришла очередь вопросов из зала.

«Мы находимся на входе в кризис, — предупредил, отвечая на один из вопросов, г-н Греф. — В Россию он пришел позже, но он нас еще догонит, причем коснется всех секторов. Будем надеяться на то, что пик кризиса будет пройден в текущем году. В 2010–2011 годах придется иметь дело с преодолением последствий. Горизонт выхода пока не виден. С экономическими проблемами мы справимся. Главное, чтобы они правильно транслировались и не превратились в проблемы иного рода».

Г-на Грефа спрашивали также, верна ли информация о том, что Сбербанк собирается приобретать казахстанский банк БТА. И приглашали на открытие торгового комплекса в Казань (кажется). Г-н Греф осторожно поинтересовался, в качестве кого он получает приглашение. Приглашающий объяснил, что в качестве почетного гостя, конечно. И к тому же у казанской стороны завис в Сбербанке небольшой кредит. Зал взорвался хохотом. Г-н Греф обещал подумать.

Начиная с этого времени Форум работал в режиме проведения трех панельных дискуссий одновременно. И в первый день работы были проведены панели «Российская инфраструктура: новые возможности», «Россия: преодоление рыночного и странового риска»,

«Пример инвестиционной активности: российский автопром».

Второй день

На второй день работы Форума вся работа строилась исключительно «попанельно», то есть параллельно проходило три обсуждения. Всего же за два дня работы Форума состоялось двадцать панелей, как бы к этому ни относиться. В числе первых была проведена дискуссия «Прямые инвестиции сегодня: золотой век для приобретения или время выжидать?»

Приобретать или выжидать?

В дискуссионную группу вошли Майкл Обермайер, Председатель наблюдательного совета Фонда прямых инвестиций Russia New Growth; Лила Вад, Генеральный директор компании Starr Investments Russia; Дэвид Джексон, Генеральный директор компании Istithmar World; Иван Родионов, член административного совета Российской ассоциации прямого и венчурного инвестирования; Ричард Сиуолд, Партнер Alpha Associates; Марк Тлуз, Соучредитель и управляющий партнер Mangrove Capital Partners; Хусейн Хайе-Хоссейни, Управляющий директор компании Northgate Capital; Сергей Шешуряк, Партнер Adams Street Partners.

На взгляд Марка Тлуза, уровень развития сегмента частных инвестиций в настоящий момент соответствует тому этапу, на котором рынок венчурных инвестиций находился в 2003 году. Иными словами, несмотря на то что в тот период активность рынка резко снизилась (после краха «доткомов»), все же и тогда, после спада, имелась возможность находить перспективные проекты. В целом, самым сильным в секторе венчурных инвестиций является американский рынок. Европа идет вслед за ним и пока находится в стадии становления. А Россия — часть венчурного сообщества Европы. Г-н Тлуз выразил мнение, что для России могут быть интересны и интернет-проекты.

По наблюдению Лилы Вад, кризис облегчил поиск ярких предпринимателей, а права инвесторов расширились. Стало легче оговаривать условия вхождения в проект; появилась возможность получения большего контроля. Сейчас в России наиболее привлекателен финансовый сектор, а также здравоохранение и страховой бизнес, обладающие хорошим потенциалом роста.

Ричард Сиуолд поделился мнением, что доходность частных инвестиций в Россию за последние пять лет устойчиво опережала аналогичные показатели других стран. Поэтому «золотой век» частных инвестиций для России может наступить в ближайшие пять-семь лет. Однако в этом сегменте еще предстоит создать институты, и экономическая ситуация будет сложной.

«Чтобы получать прибыль после кризиса, новые проекты нужно искать именно сейчас, — сказал Хусейн Хайе-Хоссейни. — Временной горизонт у государства шире, чем у частных инвесторов, а значит, конкуренции между государством и сектором практически нет, поскольку они нацелены на разные сегменты».

Иван Родионов отнес к числу наиболее привлекательных сегментов для венчурных инвестиций производство потребительских товаров и услуг.

Должники и капиталы

В Красном зале, где проходила панель «Финансовый рынок: ликвидность, долговая нагрузка и доступ к капиталу», найти свободное место было достаточно сложно. Подобное положение объяснялось как темой, так и составом участников дискуссии.

В дискуссионную группу вошли Помощник Президента Российской Федерации Аркадий Дворкович; Старший Вице-президент ОАО «РЖД» Федор Андреев; Председатель Совета директоров МДМ-Банка Олег Вьюгин; Партнер Brevan Howard Asset Management Трифон Натсис; Председатель Комитета государственных заимствований Москвы Сергей Пахомов; Директор департамента операций на финансовых рынках Банка России Сергей Швецов.

Поскольку в рамках этой панели предполагалось обсудить состояние долговых рынков, то модератор Аркадий Дворкович начал обсуждение с вопроса, каким образом может выйти на рынок долга корпорация РЖД.

«Если корпорация РЖД обдумывает стратегию выхода на рынок корпоративного долга, — заявил Федор Андреев, — для нее важно понимать перспективы не только рынка облигаций, но и рынка погрузки».

В октябре-декабре в России рынок погрузки падал приблизительно на 30%, с конца декабря начал потихоньку отрастать. На следующий год прогнозируем падение приблизительно на 20%, а не на те 40%, которых мы ожидали, то есть падение будет не таким глубоким. Россия — экспортно ориентированная страна, и экспорт начал восстанавливаться. В 2008 году ситуацию на рынке облигаций определяли заемщики, сейчас — кредиторы. В России основной кредитор — государство, стало быть, следует понимать его идеи и планы, а это непросто. Сначала госчиновники заявляли, что приоритетом для государства в кризисной ситуации будет защита промышленных отраслей, теперь взят курс на макроэкономическую стабильность. Для компаний-заемщиков также очень важно понимать, под какие бумаги может осуществляться финансирование со стороны ЦБ. Второй круг кредиторов — это банки. В настоящий момент они сидят на валюте. Но в России не все предприятия являются экспортерами, соответственно, и займы в валюте выгодны не всем.

«В кризис, — продолжил г-н Андреев, — мы пошли на сокращение инвестиционных программ, что сейчас не так уж болезненно. Проблема в том, что после 1998 года машиностроение восстанавливалось восемь лет. Сейчас, срезая

инвестиционные бюджеты, мы возвращаемся на исходные позиции. Если государство не будет стимулировать спрос, это убьет ряд секторов экономики.

Банки реальный сектор не кредитуют. В конце года они говорили, что не дают кредиты предприятиям, чтобы не портить балансы. Сейчас год завершен, но банки продолжают занимать спекулятивные позиции. Однако реальный сектор нуждается в поддержке».

— Что же является в этой ситуации приоритетом для регулятора банковской отрасли? — задал Дворкович вопрос представителю ЦБ.

— Политика ЦБ, — ответил Сергей Швецов, — является составной частью государственной экономической политики. Кризис закончится, когда убытки найдут своих бенефициаров. Поэтому бесполезно тратить государственные деньги, пытаясь вернуться в исходную точку, возврат в которую невозможен. Глобальная экономика предусматривает международное разделение труда, а оказалось, что Россия в этом смысле не самодостаточна. При глобализации, поддерживая внутренний спрос, мы поддерживаем мировую экономику. Но есть ли у РФ на это деньги? Проводимая сейчас политика сохранения банковской системы направлена на сохранение веры в национальную валюту. Из кризиса мы должны выйти таким образом, чтобы имелась возможность развивать институты долгосрочных сбережений граждан и коллективных инвестиций. Поэтому нужна низкая инфляция. Теперь о рефинансировании. Кризис ликвидности в настоящее время ликвидирован, хотя он нам дорого обошелся. Сейчас угрозой является кризис капитала.

Деньги не ушли из страны, они аккумулированы в российских банках, система сейчас в лучшем состоянии, чем была до 11 ноября, и способна регулировать дисбалансы без Центрального банка. При нынешних ценах на нефть защищать курсовую границу в 41 рубль (за доллар) большой кровью не придется.

— А кто же понесет расплату по накопленным долгам, — поинтересовался Аркадий Дворкович, — налогоплательщики, банки, заемщики?

— Лучший способ выхода из кризиса — снять долговое бремя, — высказал свою точку зрения Олег Вьюгин. — Российский долг в настоящее время непропорционален стоимости национальных активов.

Можно ничего не делать, ждать, когда рынок расчистится сам, но смысла в этом нет. Рациональным является стремление государства снизить долговое бремя. Но наша ситуация такова, что выкупить плохие долги нельзя без коррупции и скандалов. Можно взять их (долги) на балансы банков, для того чтобы сохранить финансовую систему, но тогда придется профинансировать капитал банков. Эта схема имеет право на жизнь, но для ее реализации надо придумать механизм капитализации частных банков (для госбанков он понятен).

В любом случае это перенос долгов частного сектора на государства. В таком случае почему бы не воспользоваться рынком капиталов? Разумеется, сейчас его нет. Но первым дорожку на этот рынок обычно топчет суверен, который проводит четкую макроэкономическую политику, информирует о своих дефицитах, о способах пополнения этих дефицитов, о последствиях такой политики и тем самым дает рынку понимание курсового риска. А вслед за ним привлечь капитал будут пытаться корпорации. Почему капитал получает только Америка? Ведь рынок государственных облигаций остается ликвидным. И для России на нем сейчас очень хорошие оценки рисков.

А затем можно выходить и на внутренний рынок. У российских банков сейчас на корсчетах в ЦБ находится более 40 млрд долларов. У иностранных банков имеются сопоставимые суммы. Это инвестиционный ресурс, который гораздо лучше инвестировать под 10% годовых, чем под 0%. Но инвесторам, — сделал акцент г-н Вью-

гин, — надо очень хорошо понимать макроэкономические риски, и здесь велика роль государства.

— Сейчас, — заметил г-н Дворкович, — самое время подумать о вечном. Что приносит добавленную стоимость, то и должно цениться. Надо сосредоточиться на цепочках, которые создают добавленную стоимость, например, на инфраструктуре и жилье.

Консолидация или смерть

Катализатором панели «Банки: консолидация и перемены» оказался, по факту, не только традиционный спор чиновников ЦБ и представителей банковской СРО по вопросу о способах консолидации банковской системы.

В дискуссионную группу вошли Генеральный директор RusRating Ричард Хейнсворд; Заместитель председателя Комитета Государственной думы по финансовым рынкам Анатолий Аксаков; член Национального банковского совета Банка России, Председатель правления ЗАО «Росэксимбанк» Николай Гаврилов; Президент банка «BNP Paribas Vostok» Филипп Дельпаль; член Совета директоров, Директор департамента лицензирования и финансового оздоровления Банка России Михаил Сухов; член Правления банка ВТБ Николай Цехомский.

Анатолий Аксаков начал обсуждение с рассказа о законодательных инициативах уже принятых Госдумой (процедуры, сопутствующие реорганизации банков и обращение взыскания на залоги), и тех, которые предстоит принять (законы о клиринге, о центральном депозитарии и секьюритизации). Затем парламентарий заметил, что сокращение количества банков должно идти на рыночных условиях: многие мелкие банки имеют свои рыночные ниши и работают в депрессивных регионах, которые не интересны крупным кредитным учреждениям.

Модератор Ричард Хейнсворд немедленно трансформировал услышанное в вопрос, действительно ли ЦБ стремится вытеснить мелкие банки.

— Катализатором консолидации стал кризис, — заметил по этому поводу Михаил Сухов. — За октябрь-ноябрь 2008 года доля пяти крупнейших кредитных организаций на внутреннем рынке возросла на 1,6% и достигла значения 45%.

ЦБ не ведет политики уничтожения мелких банков, а стремится к тому, чтобы их капитал укрупнялся. Мелкие банки могут заниматься высокорискованным бизнесом, что несет риски для всей системы. Административный путь сложен и конфликтен, ЦБ же действует рыночными методами.

Кроме того, регулятор работает над улучшением правовой среды. В том числе упрощен порядок пополнения акционерами капитала своих банков (пакет документов по новым законодательным инициативам подписан Минюстом).

Г-н Сухов также подчеркнул, что доля зарубежного капитала в отрасли не снижается (на 1 января она равнялась 28,5%), и это свидетельствует о готовности иностранных банков сохранить присутствие в России и предоставлять капитал российским «дочкам».

Николай Цехомский отметил, что для ВТБ 2009 год был тяжелым из-за ухудшения рынка и платежной дисциплины клиентов. Если экономическая ситуация будет ухудшаться, докапитализацией бизнеса придется заниматься всем банкам. Эта тема актуальна и для ВТБ. Для привлечения в его капитал возможны разные варианты. Однако если ВТБ привлечет капитал в виде гибридных инструментов (конвертируемых бумаг), по российскому законодательству это не увеличит его капитал 1-го уровня, а при выпуске привилегированных акций их доля в капитале не должна превышать 25%. Более того, в случае невыплаты дивидендов при несении убытков эти акции приобретут право голоса. Таким образом, возможен и даже вероятен выпуск обыкновенных акций.

Филипп Дельпаль подтвердил, что зарубежные банки сохранили интерес к российскому рынку, хотя плановые темпы расширения их бизнеса в России, конечно, пересмотрены. Он отметил важность инициатив по порядку привлечения капитала и создания для банков валютных инструментов своп для управления валютными рисками (например, номинированные в иностранной валюте облигации), которые сейчас рассматривает ЦБ.

Николай Гаврилов заметил, что когда о государственной поддержке банков речь заходит лишь в конце панели, то это является хорошим знаком: роль государства должна быть вспомогательной, а не приоритетной. Здесь говорили, — заметил он далее, — что простое устройство российской банковской системы было ее преимуществом в кризисное время. Но отечественным банкам пора становиться сложными: должны развиваться рынки производных и секьюритизированных инструментов.

Михаил Сухов согласился с тем, что необходимо изменить правовые аспекты секьюритизации и перевести эти операции на отечественный рынок. Но следует улучшать не только правовую среду. Нужно расширять линейку рублевых инструментов, а также продолжать работу по созданию финансового центра.

И не полная, и не ясность

Панель «Рубль и мировые валюты: перспектива на год» собрала целое созвездие ярких имен. В дискуссионную группу вошли Главный экономист группы компаний «Тройка Диалог» Евгений Гавриленков; Директор института фундаментальных междисциплинарных исследований ГУ-ВШЭ Мартин Гилман; профессор Booth School of Business (Чикаго) Рагурам Раджан; инвестор Джим Роджерс, автор книги Adventure Capitalist; профессор Stern School of Business (Нью-Йорк) Нуриэль Рубини; профессор New York University Polytechnic Institute Нассим Талеб; соучредитель Eclectica Asset Management Хью Хендри.

К каким же выводам пришли звезды? Было сказано о том, что некоторые факторы, определяющие курс рубля, напри-

мер цена нефти и курс доллара неподконтрольны российскому правительству. Что правительству РФ нужно ужесточить денежно-кредитную и бюджетную политику, чтобы минимизировать инфляцию.

Что политика постепенной девальвации рубля в последнем квартале 2008 года вызвала отток инвестиций, так как игра против рубля была прибыльнее.

Что диверсификация экономики поможет стабилизировать рубль, поскольку платежный баланс будет менее зависим от динамики цен на нефть.

Что перспективы евро сомнительны.

Что цены на сырьевые товары непредсказуемы.

В общем, подводя итог этому обсуждению, модератор Евгений Гавриленков мягко заметил, что лично ему перспективы мировых валют яснее не стали.

Чего они хотят от нас

А вот на панели «Государство и рынок: будущее взаимодействие», в отличие, пожалуй, от всех прочих обсуждений, не было сказано ничего такого, чего участники российского фондового рынка не слышали бы уже бесконечное количество раз. В этом, как ни парадоксально, и заключался драйв дискуссии.

В дискуссионную группу вошли Председатель Совета директоров CreditStar Питер Дерби; Председатель Правления РТС Роман Горюнов; член Управляющего совета Frankfurt Stock Exchange Райнер Рис; Генеральный директор ФБ ММВБ Алексей Рыбников; Директор Совета по международным отношениям Бен Стайл; Председатель правления НАУФОР Алексей Тимофеев; Председатель Совета директоров East Capital Asset Management Питер Элам Хаканссон.

Сессия началась с того, что работу российского рынка охарактеризовали иностранные коллеги. Доверие иностранных инвесторов, сказали они, было в значительной степени подорвано во время падения котировок осенью 2008 года. По-прежнему вызывает озабоченность структура рынка, на котором действуют две конкурирующие площадки, расчеты ведутся в двух валютах в двух расчетных системах, нет единого центрального депозитария и регистратора. Институциональным инвесторам необходима простая и прозрачная инфраструктура рынка.

Возражения наших топов были предсказуемы. Они заявили, что конкуренция между двумя биржами сама по себе не проблема. Главный источник сложностей — несовершенство регулирования, в том числе непрозрачность процедуры приостановки торгов. (Новые правила торгов вступят в силу 1 марта.) Звучал и довод о том, что наша инфраструктура не так уж плоха: в условиях сентябрьского кризиса она функционировала успешно. Конечно, все были согласны с тем, что необходимо развивать торги в режимах T+n (в частности, T+2 и T+3). Зарубежные партнеры не были склонны считать приведенные доводы путем к консенсусу.

Райнер Рисс из Deutsche Boerse сформулировал пять мер, которые необходимо принять в России:

- создать централизованную клиринговую систему;
- принять и эффективно применять жесткий закон об инсайдерской торговле;
- создать единого регулятора биржевого рынка;
- усовершенствовать систему торгов финансовыми деривативами, создав систему стандартизированных договоров (master agreements) и взаимозачетов;
- создать единый депозитарий и единого регистратора.

Похоже, повторять это имеет смысл до тех пор, пока все перечисленные меры не станут реальностью.

В конце концов, все самые важные истины — сплошная банальность! И от этого они ничуть не становятся менее важными. ◻

Ирина Слюсарева

Виктор Прохоров
директор Красноярского филиала НАУФОР

Денежное многообразие

История денежного обращения Российской империи от иностранных монет азиатских государств до реформ Витте

До X века на Руси имели хождение серебряные и золотые иностранные монеты, в основном азиатских государств. Особой популярностью среди населения пользовались персидские драхмы и диргемы халифов династии Омайядов и Аббасидов. Но в хозяйственных сделках они учитывались не по указанному номиналу, а по весу.

Первые российские монеты появились во времена правления князя Владимира.

Владимирские монеты

Первые же российские монеты появились во времена правления князя Владимира. С целью упорядочения государственной денежной системы им в обращение были выпущены золотые и серебряные монеты. Но в связи с отсутствием в тот период времени на территории российского государства золотых и серебряных месторождений чеканка монет проводилось в Византии, поэтому по весу они были идентичны византийским металлическим монетам.

При князе Ярославе в денежном обращении страны появились и национальные медные монеты. Они в значительной мере вытеснили из повседневного обращения золотые и серебряные деньги. После смерти князя в России был прекращен выпуск металлических денег. В результате чего уже через короткое время в государстве обращались только иностранные серебряные монеты стран Западной Европы. Вместе с ними хождение имели и нередко простые серебряные слитки, а также диргемы ханов Золотой Орды.

Только в XIV веке в России вновь начинают чеканить собственные деньги. Они чеканились из привозного серебра и имели определенные особенности. По сути, это были русско-татарские монеты. На них в обязательном порядке, наряду с именами русских князей, наносились и имена правивших ханов Золотой Орды.

Выпуск этих монет был прекращен только при Иване III. Но арабские надписи продолжали оставаться на русских денежных знаках. В основном это делалось с целью расширения области обращения монеты, а также увеличения товарооборота со своими ближайшими азиатскими соседями.

В XV веке в России были открыты первые собственные месторождения золота и серебра. Серебряная и золотая сырьевая база в значительной мере

В этой статье:

Первые русские деньги.

Денежная реформа Петра I.

Ассигнации и кредитные билеты.

Бумажные деньги и бюджетный кризис.

стимулировала национальное денежное обращение. Более 16 княжеств выпускали свои деньги. В результате монеты, как правило, имели различное содержание драгоценных металлов.

Первые реформы

Необходимость проведения денежной реформы на Руси встала к XVI веку достаточно остро. И впервые она была проведена в 1535 году. В обращение была введена единая монета и запрещена старая. Реформой устанавливались не только унифицированные требования к выпуску монет, но и установлен единый контроль за монетными мастерами. В дальнейшем это привело к государственной монополии на чеканку монет.

Проведенная реформа не смогла решить проблему обеспечения населения наличными деньгами. Поэтому государство вынуждено было использовать «модернизированную» иностранную валюту. На серебряные иностранные монеты стали наносить русскую надпечатку. Эти «русско-иностранные» деньги в народе получили название ефимок. Надпечатка не решала все проблемы. Кроме того, она в значительной мере затрудняла расчеты не только с иностранными купцами, но и внутри страны.

Для стабилизации внутреннего финансового рынка Петр I провел в 1699 году новую денежную реформу. Она во многом изменила ситуацию на денежном рынке страны. Первый российский император ввел в России единое денежное обращение, основанное на трех металлах, — золоте, серебре и меди. Высшей денежной единицей страны стал двойной червонец (6,94 грамма золота). Далее следовал червонец (3,47 грамма золота) и двухрублевая золотая монета (0,69 грамма золота). Затем серебряный рубль, полтина, полуполтинник, гривенник, пять копеек, десять денег, алтын, копейка, медная деньга и полушка.

Но монеты были неудобны в повседневном обращении. Так, например, 100 рублей медными монетами по 5 копеек имели вес более 6 пудов. Поэтому в стране начали создаваться так называемые «Медные банки». Благодаря этим учреждениям купец освобождался от проблемы перевозки и хранения денег. Он мог сдать металлические монеты в ближайший «Медный банк» и взамен получить вексель. Приезжая в место совершения сделки, он мог рассчитаться или векселем, или монетой, полученной в «Медном банке».

«Медные банки» в значительной мере решали проблему наличного денежного оборота в стране. Но с ростом товарооборота в России эти кредитные учреждения уже не справлялись со своими задачами.

Ассигнации

В 1769 году для улучшения денежного оборота в стране было принято решение о начале выпуска бумажных денег. Для их выпуска был создан единый эмиссионный орган в лице Ассигнационного банка. Банк имел собственный капитал в размере 3 млн рублей металлической монетой. На эту сумму он и имел право выпускать бумажные деньги. Новые бумажные деньги в честь банка получили название — ассигнации.

Хорошая идея через короткое время была полностью дискредитирована. Начался массовый выпуск ничем не обеспеченных бумажных рублей. К 1 января 1800 года в России обращалось 212,9 млн рублей ассигнациями. Рыночный курс бумажного рубля по отношению к металлической монете составлял не более 67 копеек серебром. А разница между официальным и рыночным курсом рубля в простонародье получила название «лажа».

В начале XIX века объемы выпуска ассигнаций резко возросли. В течение 1805–1810 годов дополнительно было выпущено ассигнаций на 318,7 млн рублей. К 1 января 1811 года общий объем обращающихся ассигнаций превысил 579 млн рублей. В результате курс бумажного рубля достиг 19 копеек серебром.

Для уменьшения количества ассигнаций правительство, с одной стороны, увеличило размер ставки налогов со всех слоев населения, а с другой стороны, приступило к массовой распродаже государственного имущества (казенные леса, арендные имения, оброчные статьи). Кроме того, все налоги должны были платиться исключительно ассигнациями по рыночному курсу. Эти мероприятия хотя и не принесли успеха, но все же стабилизировали обстановку на денежном рынке.

Более успешным стал проект по изъятию ассигнаций через займы. С помощью выпусков внутренних облигационных займов в 1818–1822 годах из обращения было изъято 229,3 млн ассигнационных рублей. Но на руках у населения осталось более 595,7 млн руб-

лей (в 1822 году общие доходы России составили всего 391 млн рублей). Новые мероприятия позволили поднять курс бумажного рубля до 26 копеек серебром.

Для избежания новых выпусков бумажных денег на покрытие государственных расходов правительство прибегло к массовому заимствованию денежных средств из казенных банков (в том числе из Ассигнационного банка) и учреждений. Кроме того, были выпущены «новые временные деньги», так называемые билеты Государственного казначейства. Они выпускались сроком на 4 года и соединяли в себе черты облигаций и государственных денежных знаков. По ним платили проценты, и их можно было использовать как наличные деньги во всех платежах. Однако принимаемых правительством мер было недостаточно. Доверие к бумажным деньгам оставалось на низком уровне. Это в свою очередь не могло не сказаться на всем денежном обращении страны. В результате к началу 30-х годов XIX века металлические монеты стали фактически параллельной «твердой» валютой и использовались практически во всех хозяйственных операциях в стране. От этого страдали в первую очередь низшие слои населения России, которые были не в состоянии производить точные расчеты «лаж». В результате реальные доходы населения значительно снижались. Стала нарастать социальная напряженность. Требовались новые решения по реформированию денежного обращения в стране.

В 1839 году после нескольких лет обсуждения Николаем I был подписан манифест «Об устройстве денежной системы». Было провозглашено, что главной платежной монетой страны становится серебряная, а неизменяемой монетной единицей — серебряный рубль. Государственные ассигнации становились вспомогательными денежными знаками, и по ним устанавливался постоянный курс на серебро: 1 серебряный рубль равен 3 рублям 50 копейкам ассигнациями. Также был зафиксирован курс золотой и медной монеты. Согласно манифесту все сделки как с казной, так и с частными лицами, должны были заключаться только в серебряной монете.

Для реализации манифеста в том же году был опубликован указ об учреждении «депозитных касс серебряной монеты». Эти кассы предназначались для хранения серебряной монеты, а также слитков из золота и серебра. Взамен выдавались билеты депозитной кассы, которые можно было использовать во всех платежах в Российской империи по номиналу и наравне с серебряной монетой. Депозитные билеты в любой момент можно было обменять на серебро. В свою очередь, серебро, находящееся в кассах, можно было использовать только как обменный фонд на депозитные билеты. Депозитные билеты стали новой попыткой введения в России в обращение бумажных денег.

Кредитные билеты

Колоссальный дефицит государственного бюджета, вызванный неблагоприятной для России внешнеполитической ситуацией и кризисным состоянием сельского хозяйства, потребовали изыскания дополнительных финансовых ресурсов.

Существовавшие внешние и внутренние государственные заимствования не позволяли правительству в полной мере залатать возникшую финансовую брешь. И вновь было принято решение о дополнительной эмиссии бумажных денег. Но каких? Ассигнации полностью себя дискредитировали. Выпуск же депозитных билетов требовал золотого или серебряного обеспечения.

После ряда жарких дискуссий было принято решение о выпуске новых российских бумажных денежных знаков. Ими стали кредитные билеты Сохранных казен и Государственного заемного банка. Они получили право обращаться в стране наравне с металлической монетой.

В обращение кредитные билеты вводили с помощью особого механизма, который заключался в государственном кредитовании землевладельцев. Правительство выдавало собственникам земли ссуды кредитными билетами. При получении ссуды заемщики закладывали государству свою землю, строения. В результате новые бумажные деньги были обеспечены недвижимостью. Но и новый эмиссионный механизм не позволил правительству полностью решить свои проблемы. Стало ясно, что необходимы другие решения.

И в 1843 году Николай I ввел в России еще одни бумажные денежные знаки, которые назывались кредитными государственными билетами. Согласно закону они обеспечивались всем достоянием государства и могли беспрепятственно обмениваться как на серебряную, так и на золотую монету.

В конце 40-х годов XIX века в России одновременно обращалось несколько видов бумажных денежных знаков, в том числе государственные кредитные билеты, депозитные билеты, билеты Государственного казначейства, кредитные билеты Сохранных казен и Государственного заемного банка. В Царстве Польском, входящем в Российскую империю, с 1988 года имели хождение собственные деньги — злотые. Польскому банку было предоставлено право выпускать банковские билеты на сумму до 30 млн злотых.

Только к 1853 году в России это денежное многообразие прекратилось. В бумажном денежном обращении остались только государственные кредитные билеты и билеты Государственного казначейства. При обращении казначейские билеты имели ряд ограничений. Их разрешалось использовать по всем платежам и залогам, кроме платежей государственным кредитным учреждениям.

Бюджетный кризис

Крымская война (1853–1856) основательно расстроила финансы России. Военные действия требовали значительных государственных расходов. В результате за эти годы совокупный дефицит государственного бюджета России составил 656,2 млн рублей (в 1857 году бюджет страны был 347 млн рублей).

Для решения финансовых проблем правительство решило активно использовать одновременно два механизма по изысканию денежных ресурсов. Первый был связан с дополнительной денежной эмиссией государственных кредитных билетов. Их количество в денежном обращении в течение 1853–1857 годов выросло с 311,4 до 753,3 млн рублей.

Второй строился на выпусках внешних и внутренних облигационных займов. В течение 1853–1861 годов правительством было размещено государственных займов на общую сумму в 636,9 млн рублей. В результате государственный долг России на 1 января 1862 года превысил 2,5 млрд. рублей против 732,2 млн рублей в 1853 году.

Но эти действия правительства не принесли желаемого результата. В стране начали убыстряться инфляционные процессы. Резко вырос спрос на золотую и серебряную монету. И их в массовом порядке стали вывозить за границу.

В 1854 году государство было вынуждено запретить вывоз драгоценных металлов за рубеж. Частным лицам они отпускались в строго ограниченных количествах. При этом в стране возникли проблемы с мелкой металлической монетой. Она просто исчезла из обращения. В повседневном денежном обороте в качестве их заменителей стали использовать даже почтовые марки.

Но все же ряд энергичных действий правительства по ограничению металлического обращения и ужесточению налоговой политики, а также положительный внешнеторговый баланс России позволили стабилизировать финансовую ситуацию в стране.

Внешнеторговый баланс

Но это продолжалось недолго. В начале 60-х годов XIX века в России наступил очередной экономический кризис. Он также был напрямую связан с резким ростом общих государственных расходов. И вновь значительная доля расходов была связана с обороной страны. Так, только на подавление восстания в Польше было потрачено 72 млн рублей. В результате в 1862-1866 годах совокупный дефицит государственного бюджета превысил 271,2 млн рублей.

Кроме того, сказалась и неблагоприятная для страны внешнеторговая ситуация. В 1863–1876 годах отрицательное совокупное внешнеторговое сальдо России составило 485,8 млн рублей.

Основу внешней торговли России в тот период составляла продукция сельского хозяйства. При этом в общем объеме экспорта государства доля хлеба достигала 40–50%, что и сыграло свою роковую роль. Ряд неурожайных лет в значительной степени ограничил экспортные возможности страны.

Правительству вновь пришлось прибегнуть к эмиссиям денег и облигаций. В течение 1864–1867 годов было дополнительно выпущено в обращение кредитных билетов на сумму более 72,5 млн рублей, а облигационных внутренних и внешних займов на сумму 2,93 млрд. рублей. В результате в 1877 году общий государственный долг России превысил 4,5 млрд рублей.

Помимо этого, правительством с учетом опыта предыдущих периодов был предпринят ряд мер по поддержанию национальной экономики, в том числе и российского рубля. Были значительно сокращены государственные расходы, из денежного обращения изъято большое количество лишних кредитных билетов и т.д.

Значительно увеличились объемы собираемых косвенных налогов, таких как питейные сборы, акцизы на сахар и табак, таможенные пошлины, гербовые сборы и т.д. Это позволило с 1866 по 1875 годы увеличить общий сбор налогов с 356,4 до 576,5 млн рублей. Были снижены экспортные пошлины на основные виды вывозимых товаров, что увеличило только объем экспорта хлеба в этот период с 48,7 до 209 млн рублей.

Но стабилизация экономики была временным явлением. Война с Турцией и военные действия в Средней Азии (в 1876–1880 годах) «съели» до 1,1 млрд рублей. Это отразилось и на совокупном дефиците государственного бюджета. Он превысил 1,5 млрд рублей. Правительство, как и прежде, вновь попыталось закрыть возникший дефицит выпуском кредитных билетов и облигационных займов. И к 1 января 1880 года в стране находилось в обращении кредитных билетов на сумму 1,2 млрд рублей. В свою очередь выпуски облигационных внутренних и внешних займов увеличили объем государственного долга до 6 млрд рублей.

Из-за огромного размера госдолга в значительной степени выросли процентные выплаты по внутренним и внешним облигационным займам. В 1881 году они превысили 239,9 млн рублей, что составило около 34% всех государственных доходов России.

В последующие двенадцать лет перед знаменитой денежной реформой Сергея Юльевича Витте финансовая ситуация в государстве оставалась сложной, хотя и совокупный дефицит бюджета страны не превышал 1,1 млрд рублей. При этом положительным было внешнеторговое сальдо, которое составляло 1,9 млрд рублей. В этот период из России было вывезено хлеба на сумму более 3,6 млрд рублей, а общий объем экспорта достиг 6,9 млрд рублей.

Продолжал расти размер внутреннего и внешнего долга. К 1 января 1893 года он превысил 7,5 млрд рублей. Только «золотой паритет», предложенный министром финансов С. Ю. Витте, во многом позволил России решить свои финансовые проблемы и войти в один ряд с развитыми странами мира. Но это уже другая история. ◻

Евстигнеев В. Р. Прогнозирование доходности на рынке акций. — М.: Маросейка, 2009. — 192 с.

Существует байка о музыканте, который, зайдя в комнату приятеля, от самой двери бросил взгляд на партитуру, стоящую на пюпитре, и одобрительно заметил: «А неплохое у тебя там сочинение».

Смысл истории состоит в том, что иногда даже чисто физическая оболочка интеллектуальных явлений способна сказать об их уровне. По расположению нот можно отчасти судить о том, хороша ли музыка; по очертаниям самолета — удачна ли идея его конструкции; и так далее.

Но для того чтобы дать соответствующему явлению адекватную и развернутую оценку, надо быть специалистом.

Поводом для этих рассуждений является выход в свет книги Владимира Евстигнеева «Прогнозирование доходности на рынке акций». Это отнюдь не практическое пособие трейдера, которых на русском языке существует уже достаточно. Это книга фундаментальная, научная, написанная человеком, которого в первую очередь интересуют концептуальные предпосылки определенных явлений (каких именно – в данном случае с очевидностью ясно из названия работы).

Когда есть возможность сравнить, что уже написано близкого по теме, подходам, материалу, проще уяснить, в чем, собственно, заключается оригинальность очередного высказывания на тему. Но, как представляется, на русском языке пока не существует работ, которые могли бы создать эффект соседства для книги Владимира Евстигнеева: возможно, потому что в России, по известным причинам, пока больше востребованы практические пособия трейдера.

А книга Евстигнеева — это фундаментальная финансовая аналитика, это работа человека, чей исследовательский темперамент является по преимуществу теоретическим. Достойно справиться с задачей рецензирования подобной работы мог бы человек, во-первых, владеющий математическим аппаратом: потому что перед нами книга математика. Во-вторых, хорошо представляющий состояние западной науки о поведенческих финансах. В-третьих, способный также оценить филологические (или точнее было бы сказать — гуманитарные?) кондиции этой блестяще написанной, точной, лаконичной и остроумной книжки. Такого рецензента под рукой не оказалось, а объявлять читателям о появлении книг, достойных внимания, имеет смысл своевременно. Поэтому я вооружилась девизом моей бабушки, которая, приступая к приготовлению обеда, обычно объявляла домочадцам: «За вкус не отвечаю, но горячо сделаю».

Итак, о чем, по моему филологическому разумению, написана книга Вл. Евстигнеева? Воспользуюсь цитатой автора: «Мы попытались проработать формальную основу одного нового... подхода к пониманию механизма рынка акций. Мы предположили, что механизм появления относительных приростов цен не стохастичен и не непрерывен, а связан с дискретным процессом, который полностью детерминирован координатами своей исходной точки, однако формирует картину, типичную для хаотического процесса».

Иными словами, забудьте о японских свечах, ряде Фибоначчи и мультипликаторах. Перед нами совершенно иной взгляд на то, каким образом определяет рынок цену активов.

Еще раз прибегну к цитате. Вот как описывает автор работу рыночного механизма: «Мы рассмотрели процесс нового типа, имеющий детерминистскую природу и дискретный характер, и предположили, что именно такого рода процесс в основном отвечает за эмпирически наблюдаемые значения доходности ...на американском рынке акций. …мы попытались на опыте обосновать свою гипотезу, и, насколько можно судить, нам это удалось. Макроэкономический генератор значений относительной доходности оказался принципиально сложнее, чем принято полагать в современной финансовой науке».

Насколько я понимаю, это совершенно новый взгляд на природу фондового рынка. Но от дальнейших оценок хотела бы воздержаться, потому что это уже чистый журнализм, а научную новизну и состоятельность гипотез Владимира Евстигнеева должны оценить специалисты.

Ограничусь замечанием, что, похоже, мы получили оригинальное сочинение. Возможно, такую мелодию нам слышать еще не приходилось.

И. Слюсарева