Содержание

№4 апрель 2009

ТЕМА НОМЕРА: КРИЗИС КАК ВОЗМОЖНОСТЬ

CIB – великий и могучий

Руководитель инвестиционно-банковского направления финансовой корпорации «Уралсиб» Марк Темкин рассказывает главному редактору журнала «Вестник НАУФОР» Ирине Слюсаревой, каким образом инвестиционный банкир может сделать желаемое неизбежным и почему кредитно-инвестиционная модель устойчивее инвестиционной.

22

КНИЖНАЯ ПОЛКА

Алексашенко С. Битва за рубль: Взгляд участника событий. – М.: Время, 2009

64

ТЕМА НОМЕРА: КРИЗИС КАК ВОЗМОЖНОСТЬ

6 **Дело не в географии**

Президент ММВБ Константин Корищенко рассказывает главному редактору журнала «Вестник НАУФОР» Ирине Слюсаревой о том, почему контрагентам необходимо иметь информацию об обоюдной финансовой состоятельности; и каким образом могут быть счастливы банки и брокеры.

12 **По-прежнему в центре**

Заместитель генерального директора Фондовой биржи ММВБ Анна Кузнецова рассказывает «Вестнику НАУФОР» о том, в каком состоянии находился биржевой рынок ценных бумаг во время кризиса и каковы его ближайшие перспективы.

15 **LIFFE уже обогнали**

Начальник управления товарного рынка ЗАО «ММВБ», директор ЗАО «Национальная товарная биржа» Сергей Наумов рассказывает «Вестнику НАУФОР» о развитии товарного рынка ММВБ.

17 **SPAN — управление рисками**

Вице-президент ЗАО ММВБ Игорь Марич рассказывает «Вестнику НАУФОР» о новостях срочного рынка группы ММВБ, о его проблемах и планах дальнейшего развития.

20 **Тест на кризис**

Вице-президент ЗАО ММВБ Сергей Савицкий рассказывает «Вестнику НАУФОР» о текущих показателях и планах валютного рынка ММВБ.

ЭКСПЕРТНОЕ МНЕНИЕ

28 **Позитивный март**

Прошедший месяц оказался для мировых фондовых рынков удачным — инвесторы поверили в «планы спасения».

ЗАДАЧА / РЕШЕНИЕ

32 **От дискуссии к практике**

Модернизация системы учета прав на ценные бумаги в проекте создания международного финансового центра.

36 **Налоги с убытка**

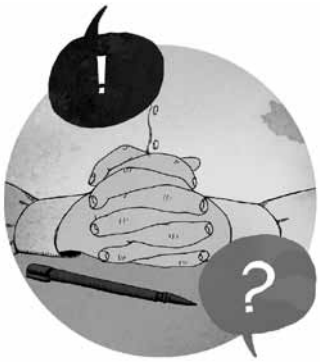
Рынок деривативов в России развивается хорошими темпами. Но мог бы развиваться быстрее, если бы не определенные препятствия, едва ли не основным из которых является несовершенный порядок налогообложения. Причем нельзя сказать, что это несовершенство является секретом для участников рынка.

42 **Не бей Фому за Еремину вину**

Главная причина убытков пенсионных фондов в 2008 году — неправильная оценка инвестиционных рисков.

54 **Искусство видеть возможности**

Национальная ассоциация участников фондового рынка провела в Москве традиционную ежегодную конференцию. В этом году она называлась «Кризис как возможность».



ПРОФСООБЩЕСТВО

Ученье — свет

27 марта 2009 года НАУФОР провела очередной онлайн-семинар по вопросам вступления в силу Приказа ФСФМ «Об утверждении Положения о требованиях и подготовке к обучению сотрудников организаций, осуществляющих операции с финансовыми средствами или иным имуществом, в целях противодействия легализации доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма».

4

46

ИСТОРИЯ

Русский Доу-Джонс

Предпринята попытка создания биржевого индекса, используя котировки акций ведущих российских предприятий конца XIX — начала XX века.

Кризис как возможность

С легкой руки средств массовой информации все у нас теперь стало антикризисным — тарифы, меню, расценки, фасоны. Чуть ли не прогнозы погоды. Журналистов не сужу, затем что к ним принадлежу. И еще потому что нынешний кризис действительно странный: поймать его приметы непросто, хотя ощущение потерь есть и физически давит.

Но в чем потери-то? Российские «форбцы» дружно вылетели из первых строчек миллиардерских рейтингов. Власти всех стран в едином порыве заливают банки ликвидностью, притом что все пузыри на всех рынках возникли от избыточного количества избыточно дешевых денег. Ставки по потребительскому кредитованию поднялись до 42%. В любой московской сетевой кофейне вечером негде присесть, и не только в выходные. Журнал «Эксперт» печатает интервью с известной бизнес-вумен, которая с горя продает аж три своих «Порше» (не хватило фантазии купить машины разных марок?).

Все это достаточно далеко от картин неизбывного народного горя. И для себя я нашла домашнее определение: нынешний кризис — кризис несварения. Добыть все богатства мира и немедленно их потребить.-Но это лишь один путь. Есть другой — довольствоваться тем, что имеешь. Ни один из них не лучше. Более того, возможно, все держится именно на равновесии этих двух конструкций.

Просто сейчас идет процесс перераспределения нагрузки между ними.

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 председателя 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.

Объединить усилия

31 марта 2009 года в Совете Федерации Федерального собрания Российской Федерации состоялся круглый стол, организованный по инициативе Комитета по финансовым рынкам и денежному обращению Совета Федерации и посвященный проблемам законодательного обеспечения развития фондового рынка и укрепления доверия инвесторов. В заседании круглого стола принимали участие руководитель ФСФР Владимир Миловидов, начальник департамента операций на финансовых рынках Банка России Сергей Швецов, президент фондовой биржи РТС Роман Горюнов, представители саморегулируемых организаций (НАУФОР, НФА, ПАРТАД, НЛУ). Заседание вел председатель Комитета по финансовым рынкам и денежному обращению Совета Федерации Дмитрий Ананьев.

Участники круглого стола отметили, что международный финансовый кризис выявил слабые стороны российского фондового рынка, к которым, в первую очередь, относится отсутствие конкурентоспособной и эффективной законодательной базы. И в этой связи особое значение приобретает своевременность и масштабность мер по совершенствованию фондового рынка России, обозначенных в Стратегии развития финансового рынка России на период до 2020 года, а также в Концепции создания в Российской Федерации международного финансового центра.

Острой проблемой для российского финансового рынка остается недостаточно справедливая и современная судебная система, а также отсутствие на нем внутреннего долгосрочного инвестора. Решение данной задачи должно включать в себя комплекс мер по стимулированию внутренних долгосрочных инвестиций, а именно:

- введение налогового стимулирования долгосрочного инвестирования граждан на срок от года и более;
- снижение ставки налога на доходы физических лиц от операций с ценными бумагами;
- сальдирование финансовых результатов по операциям с различными инструментами фондового рынка;
- освобождение от налога на доходы средств граждан, направляемых на индивидуальные сберегательные счета, которые могут быть использованы по достижении пенсионного возраста;
- создание на базе Агентства по страхованию вкладов Компенсационного фонда;
- совершенствование законодательной защиты прав собственности;
- введение института инвестиционных консультантов;
- реализация программы повышения уровня финансовой грамотности населения.

В то же время участники круглого стола подняли тему разделения в регулировании квалифицированных и неквалифицированных инвесторов. Неквалифицированные инвесторы должны преимущественно привлекаться в коллективные формы инвестирования. При этом для создания условий развития коллективных форм инвестирования, по мнению участников, необходимо:

- расширить перечень инструментов инвестирования средств пенсионных накоплений;
- исключить уплату НДС при операциях с имуществом внутри ЗПИФ недвижимости;
- распространить на обмен паев ПИФов действующий льготный порядок налогообложения при конвертации паев в ОФБУ;
- стандартизировать требования к управляющим компаниям и специализированным депозитариям при проведении конкурсов на управление государственными средствами и средствами государственных корпораций.

Участники круглого стола сошлись во мнении, что инфраструктура российского рынка ценных бумаг должна развиваться по пути снижения издержек и рисков. Для этих целей предложено:

- освободить от налогообложения прибыль, направляемую на формирование уставного капитала профессиональных участников рынка ценных бумаг;
- отменить налог на добавленную стоимость на услуги профессиональных участников рынка ценных бумаг;
- усовершенствовать порядок налогообложения по операциям РЕПО и операциям займа ценными бумагами;
- упростить процедуру эмиссии ценных бумаг, предназначенных для квалифицированных инвесторов;
- снизить ограничения на выпуск биржевых облигаций;
- создать эффективную систему клиринга — возможность использования частичного преддепонирования;
- создать условия для секьюритизации активов и выпуска структурированных продуктов;
- расширить допускаемые совмещения видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг.

Участники круглого стола констатировали, что достижение поставленной цели создания в Российской Федерации международного финансового центра представляется на текущем этапе хотя и амбициозной, но вполне достижимой задачей. Для ее реализации потребуется объединить усилия профессионального сообщества, исполнительной и законодательной власти.

Наталья Терентьева

Ученье — свет

27 марта 2009 года НАУФОР провела очередной онлайн-семинар по вопросам вступления в силу Приказа ФСФМ «Об утверждении Положения о требованиях и подготовке к обучению сотрудников организаций, осуществляющих операции с финансовыми средствами или иным имуществом, в целях противодействия легализации доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма».

В семинаре может принимать участие любой желающий. Полный текст онлайн-семинара доступен только членам НАУФОР на сайте www.naufor.ru

От НАУФОР на вопросы отвечала заместитель председателя Правления НАУФОР Мария Черемисина; от ФСФР — заместитель начальника управления регулирования деятельности участников финансового рынка ФСФР России Елена Энгель; от Федеральной службы по финансовому мониторингу — специалист ФСФМ России.
Далее приводится сокращенное изложение вопросов, обсуждавшихся на семинаре.

В соответствии с положением о требованиях к подготовке и обучению кадров организаций, осуществляющих операции с денежными средствами п. 9 целевой инструктаж проводится для специальных должностных лиц в организациях, осуществляющих деятельность на финансовом рынке, — не реже двух раз в год, а для иных работников организаций — не реже одного раза в три года. Если работники организации пройдут целевой инструктаж, предположим, во второй половине третьего (с момента вступления в силу указанного положения) года, будет ли считаться, что требования по обучению сотрудников соблюдены?
Елена Энгель. Требования нарушены не будут.

Подскажите, пожалуйста, срок, в течение которого следует отослать на согласование правила ВК по ПОД/ФТ?
Елена Энгель. Если вы имеете в виду внесение изменений в правила в связи со вступлением в силу 256 приказа, то срок в законодательстве не определен. Тем не менее при проверке (камеральная, выездная) проверяют правила на соответствие законодательства, и все несоответствия в акте фиксируются.
Специалист ФСФМ России. Мы рекомендовали внести соответствующие изменения в течение месяца со дня вступления в силу приказа.

Расскажите, пожалуйста, о планах НАУФОР по организации семинаров в регионах. Дело в том, что поездки контролера в Москву в разы увеличивают затраты компании на обучение сотрудников (т.е. московские компании могут оказаться в привилегированном положении по сравнению с региональными).
Елена Энгель. Конечно, мы организуем такие семинары на базе наших региональных отделений (находятся в 14 городах России) с участием сотрудников НАУФОР, РО ФСФР, РО ФСФМ.

Проверка знаний и навыков работников организаций в области противодействия легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма должна проводиться регулярно, но не реже одного раза в год. Можно ли считать вышеуказанное требование выполненным на текущий год для принимаемого или переведенного работника после

проведения «первичной проверки» его знаний и навыков?
Мария Черемисина. Мы считаем, что инструктаж сотрудника и последующая проверка удовлетворяют требованиям.

Кто должен осуществлять проверку знаний и навыков специального должностного лица? Наверняка кто-то из лиц, проверку знаний и навыков которых осуществляет это должностное лицо. Если так, то это может привести к следующей ситуации: «Кукушка хвалит петуха за то, что хвалит он кукушку».
Мария Черемисина. Поскольку в приказе этот вопрос не уточнен, это может быть любое должностное лицо организации, в том числе, ее руководитель.

Елена Энгель. Если по итогам прохождения целевого инструктажа в обучающей организации будет проведена проверка знаний, например, в форме тестирования, то этого будет достаточно.

В связи с появлением информационного письма ФСФМ от 18 марта 2009 года № 2 должны ли управляющие компании и профессиональные участники рынка ценных бумаг вносить изменения в Правила спецконтроля, связанные с процедурами идентификации?
Елена Энгель. На наш взгляд, не должны, но этот вопрос будет еще нами обсуждаться с ФСФМ.

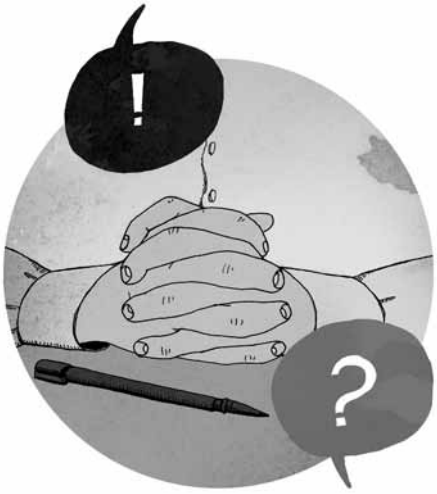
Почему для профучастников и УК нет прямого требования об обязательном обучении главного бухгалтера, контролера, юриста? Прошу уточнить, действительно ли их можно не включать в этот перечень, или же потом выяснится, что они подпадают в подпункт «ж» пункта 4 Приказа «иные работники организации (филиала) с учетом особенностей деятельности организации (филиала) и ее клиентов»?
Специалист ФСФМ России. Решение о том, кого относить к «иным» лицам, принимает сама организация (руководитель).

В связи с вступлением в силу данного приказа необходимо ли вносить изменения в Правила внутреннего контроля, а затем направлять их на согласование в ФСФР?
Специалист ФСФМ России. Необходимо.

После прохождения целевого инструктажа в свидетельстве о прохождении будет указываться ФИО прошедшего инструктаж или должность и ФИО?
Специалист ФСФМ России. Фамилия, имя, отчество должны указываться.
Елена Энгель. Должность указывать не обязательно.

Должна ли организация (управляющая компания), не имеющая дилерской лицензии, но инвестирующая собственные средства в ценные бумаги как через брокера, так и от своего имени, проверять данные сделки на соответствие критериям и признакам «необычных» сделок и в случае их совпадения отчитывать сделки в Росфинмониторинг? То есть отчитывать сделки со своими контрагентами?
Елена Энгель. Да, должна.

Что означает фраза «План-график определяется для каждого... работника организации, исходя из занимаемой им должности, уровня квалификации и должностных обязанностей», указанная в пункте 15 Приказа? Означает ли это, что планов-графиков должно быть столько, сколько работников, обязанных проходить обучение? А можно



все-таки сделать график один для всех и обучать всех по максимуму?
Специалист ФСФМ России. Можно.

В новой редакции Правил внутреннего контроля имеется ссылка на п. 3 Постановления Правительства № 715 «О квалификационных требованиях к специальным должностным лицам, ответственным за соблюдение правил внутреннего контроля...». В этом пункте идет речь о том, что требования к подготовке и обучению кадров организаций в целях противодействия легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма, в том числе формы, программы, периодичность и сроки подготовки и обучения, устанавливаются Федеральной службой по финансовому мониторингу, а в части указанных требований к профессиональным участникам рынка ценных бумаг и организациям, осуществляющим управление инвестиционными фондами или негосударственными пенсионными фондами, — Федеральной службой по финансовому мониторингу по согласованию с Федеральной службой по финансовым рынкам.

Учитывая вышесказанное, есть ли необходимость вносить какие-либо изменения в Правила и снова отправлять их на согласование? И если да, то какого рода изменения?
Елена Энгель. Необходимо вносить и отправлять на согласование. ◻

Константин Корищенко
Президент ММВБ

Дело не в географии

Финансовый центр — это значительный капитал и большое разнообразие финансовых активов

Президент ММВБ Константин Корищенко рассказывает главному редактору журнала «Вестник НАУФОР» Ирине Слюсаревой о том, почему контрагентам необходимо иметь информацию об обоюдной финансовой состоятельности; и каким образом могут быть счастливы банки и брокеры.

— Константин Николаевич, каковы перспективы создания в РФ финансового центра сейчас, в разгар кризиса? Какова может быть роль бирж при реализации этого проекта?

— Понятие «международный финансовый центр» многозначно в принципе. Дело не в том, что затруднительно дать точное определение, а в том, что само наполнение термина с течением времени меняется. Например, в 1992 году биржевая торговля на рынке ММВБ (который тогда был еще только валютным) подразумевала, что все участники процесса находятся в одном зале и общаются между собой посредством жестов и возгласов. В 1993 году, когда на ММВБ запустился рынок ГКО, все его участники должны были находиться в одном здании и общаться при помощи компьютерной сети, к которой подключалось лишь ограниченное число компьютеров. В середине 90-х стало возможным разнести рабочие компьютеры по разным офисам и даже по разным городам, но требования к линиям связи оставались очень жесткими. В 2000 году стал осуществим интернет-трейдинг, но при том требования к техническим параметрам поддержания этого формата оставались весьма высокими. А сейчас технологии усовершенствовались настолько, что торговать в принципе можно уже даже через мобильный телефон.

Таким образом, сейчас, на нынешнем этапе развития IT-технологий географическая составляющая понятия «центр» (если понимать под ним способ организации финансовой активности) просто потеряла смысл. Точно так же как понятия «Сити» и «Уолл-стрит» в современном мире являются в значительной степени нарицательными.

Если мы говорим о российском финансовом центре, то таковым не может быть ни Москва, ни Петербург, — просто потому что центр вообще не может быть неким местом в России. Это понятие совершенно не географического толка, у него

появилось иное смысловое наполнение. Какое именно — обсудим чуть позже.

— **А каково наполнение понятия «международный»?**

— В 70-х годах были достаточно ограничены возможности совершать в границах одной (практически любой) страны операции с иностранной валютой, не говоря уж об иностранных активах. Повсеместно существовало валютное регулирование, поэтому операции такого рода могли производить только банки, только имея определенные виды лицензий, только по определенным видам сделок. Практически все финансовые инструменты были локальными. Употребление определения «международный» подразумевало, скорее, использование банковского способа ведения бизнеса. Иными словами, в конце прошлого века международными финансовыми центрами являлись места концентрации банковского капитала. (К слову сказать, прообразами международных центров явились меняльные конторы, которые располагались на пересечении торговых путей и исторически были привязаны к определенным локусам.)

Но мир глобализовался, и стало возможным вести активную международную финансовую деятельность, не являясь банком. В частности, эта сфера открылась для инвестиционных банков, хедж-фондов и прочих структур, не имеющих определенной финансовой ориентации.

Кроме того, стала отчетливой еще одна тенденция. Примерно до середины 70-80-х основным способом высококачественного сохранения капитала было открытие счетов в швейцарских банках. Но дальше стали расцветать схемы офшорной налоговой оптимизации, которые резко стимулировали появление механизмов сбережения денег в юрисдикциях с низкими налогами.

Комбинация всех этих факторов — технологического бума, глобализации (плюс сопряженной с ней секьюритизацией) и налоговой оптимизации — привела к тому, что те точки, те юрисдикции, которые все это обеспечивали, стали трансформироваться в финансовые центры.

Существовали старые англосаксонские и европейские центры, давным-давно сформировавшиеся в точках традиционной торговой активности, а также те места, в которых местные власти, стремясь привлечь привередливый капитал, изобретали всяческие послабления и создавали комфортные условия для участников рынка.

Но просто захотеть и стать членом этого в широком смысле клуба практически невозможно, по той простой причине, что «членство» не имеет единого формата. Все финансовые центры достаточно различаются между собой с точки зрения своего функционала, привлекательности, целеполагания. Если какая-то страна хочет стать финансовым центром, она, прежде всего, должна определиться, в чем конкретно будет состоять индивидуальная привлекательность ее деятельности в этом качестве. Допустим, стремясь привлечь инвесторов, можно снизить налоги. Но ведь такого места, где низкими были бы абсолютно все налоги, в природе не существует в принципе, это иллюзия. Страны делятся на две категории: в одной налоги высоки на доходы, зато низки налоги на транзакции, на переток денег. В других странах все устроено наоборот.

Для России создание финансового центра по модели офшора неприемлемо. Хотя разумная налоговая система всегда была полезна для функционирования фондового рынка. (Особенно серьезным стимулом она является для розничного инвестора, мотивируя его вкладывать ресурсы именно в фондовый рынок, а не покупку валюты или вложения в недвижимость.)

Соответственно, вторая модель, англосаксонская, характеризующаяся наличием развитого финансового законодательства и обслуживанием больших объемов накопленного капитала, тоже не вполне совпадает с нашим сегодняшним положением.

В России накоплены достаточно серьезные государственные сбережения, но наши частные сбережения имеют в значительной степени офшорный формат (в том числе, по сути, таковыми являются сбережения, хранимые населением в иностранной валюте).

В целом нашего внутреннего капитала недостаточно для того, чтобы стать мощным финансовым центром. Ресурса, накопленного в банковской системе, тоже относительно немного, причем существенно, что это в основном депозиты, а не ценные бумаги. А финансовый центр — это не только значительный капитал, но также большое разнообразие финансовых активов.

Тогда возникает вопрос: чем же может привлечь инвестора российский рынок? Как ни парадоксально, год-полтора назад, то есть до кризиса, ответить на этот вопрос было бы значительно тяжелее. Кризис повысил привлекательность нашего рынка. Дело тут вот в чем.

Любой финансовый актив всегда имеет в своей основе два фундаментальных параметра: валюту, в которой он выражен, и ставку доходности (которая может быть фиксированной, переменной, сложно считаемой, но всегда присутствует). Эти два параметра — доходность и курсовая изменчивость — влияют друг на друга таким образом, что если валюта достаточно стабильна, то доходность актива значима. Но если доходность инструмента меняется от 3 до 5%, а сопоставимая волатильность составляет 10–20%, то валютные риски, связанные с этим инструментом, и, самое главное, плата за хеджирование делают этот актив сам по себе не очень интересным и заставляют фокусироваться только на операциях с валютой.

Простой пример. Когда у нас происходил процесс плавной девальвации, то все рынки, кроме валютного, замерли. Потому что доходность, которую мож-

но было получить на валютном рынке, подавляла любую другую активность, лишала ее смысла. Но как только плавная девальвация остановилась, прочие рынки стали восстанавливать свою привлекательность.

Посмотрим с этой точки зрения на ситуацию в мире.

Сегодня в свете кризиса те иностранные валюты, которые традиционно считаются резервными — евро, доллар, иена, фунт, швейцарский франк, — находятся в состоянии достаточно высокой волатильности.

Конечно, рубль сейчас тоже это переживает. Но чем дальше, тем больше рубль будет отвязываться от этих валют по следующей причине: экономика России, несмотря на достаточно серьезную зависимость от сырья, имеет в описанной ситуации большое преимущество. Денежные валюты в связи с очень большой эмиссией (которая сейчас имеет место в США, Европе, ряде других стран), направленной на решение проблем кризиса, будут достаточно быстро обесцениваться против сырья. И, по всей видимости, провоцировать инфляцию в этих странах.

— **А как обстоит ситуация в России?**

— У нас не так. Если в России будет проводиться разумная и взвешенная денежно-кредитная политика, то рубль может оказаться значительно более стабильным, нежели ряд других валют, а российская экономика по этой причине станет достаточно интересным местом для осуществления, в том числе, финансовых операций.

Привлекательность национальной экономики как таковой и привлекательность валюты как наиболее характерного атрибута данной экономики — это, прежде всего, залог того, что в данной стране можно создавать финансовый центр.

Кроме того, нельзя не учитывать, что кризис в разных странах протекал по-разному.

Америка проходит его, как видим, с большими потерями: на грани банкротства оказались две крупнейшие государственные корпорации — Fannie Mae и Freddie Mac. Обанкротился инвестиционный банк «Леман Бразерс», практически на грани банкротства находится один из крупнейших страховщиков, AIG. Словом, системообразующие финансовые институты США оказались не так уж надежны и привлекательны. В Великобритании положение приблизительно такое же, то есть достаточно тяжелое. В Европе кандидатов в банкроты значительно меньше. В России также все непросто, но проблемы с обслуживанием долгов еще не означают немедленного риска банкротства. То есть, несмотря на все разговоры о том, что российские предприятия переживают серьезные трудности, за счет взвешенной политики государства российские системообразующие банки и компании проходят кризис адекватно.

Следовательно, есть предпосылки для того, чтобы на основании результатов этого теста на стабильность можно было развивать, в том числе, финансовую инфраструктуру.

Две основные российские биржи — ММВБ и РТС — тоже хорошо выполнили тест на стабильность. ММВБ прошла период высокой волатильности на валютном рынке без каких бы то ни было проблем, хотя обороты достигали 25 млрд долларов в день, и риски, которые несла система, были очень велики. На рынке репо положение было иным, в сентябре там случился кризис, но он был достаточно быстро купирован, а сейчас рынок нормально работает и выполняет свои функции.

То же самое можно сказать об РТС. Она смогла сохранить функционирование срочного рынка, хотя и с помощью достаточно жестких средств и инструментов.

Да, российскому рынку следует решать еще достаточно много вопросов, это и проблемы прозрачности, и защита инвесторов, и надзор за участниками рынка, и многое другое.

Тем не менее, если говорить о наших перспективах, то в ходе кризиса они значительно улучшились по той причине, что и структура экономики, и предпринятые правительством антикризисные меры были позитивными.

Основная проблема с МФЦ состоит в том, что на него смотрят как на строительство некоего объекта. А аналогии здесь иные. Создавать надо не объект, а основу, механизм, алгоритм, способ, который позволит на регулярной основе воспроизводить все в более совершенном виде определенный тип деятельности (в данном случае финансовой).

— А для такого строительства у нас есть все необходимое?

— В России существуют все элементы, которые присущи современному финансовому рынку. Степень их зрелости различна, но в целом весь набор имеется. В этом смысле мы уже имеем финансовый центр, — по крайней мере, в рамках своей страны. Соответственно, если мы претендуем быть финансовым центром в международном масштабе, то все то, что востребовано национальным инвестором, должно оказаться привлекательным и для инвестора международного.

Простой пример. Допуск иностранных ценных бумаг к обращению делает более выгодным для иностранных эмитентов какие-то операции здесь. Создание Центрального депозитария (ЦД) сделало бы более привлекательным для иностранных инвесторов хранение активов в ЦД, а не на счетах глобальных кастодианов. Использование рубля в международной торговле сделало бы желательным хранение активов в рублях. Капитализация российских финансовых институтов сделала бы более привлекательным получение сервисов от отечественных финансовых институтов, а не от институтов в Лондоне, Франкфурте и Нью-Йорке. И так далее. Можно приводить много примеров, но смысл очевиден.

МФЦ — это дальнейшее совершенствование всех тех механизмов, мер, способов, правил, регуляций и прочее, которые сегодня присущи финансовому рынку.

Основная проблема заключается в том, что если так подходить, условно говоря, к ремонту дома, то таким способом его никогда не отремонтируешь. Если стремиться ремонтировать все и сразу, то может и не получиться. Более разумно признать, что одни вещи являются первоочередными, а другие — менее актуальными, поэтому их реализацию можно отложить. Здесь я должен остановиться в части перечисления, поскольку существует и план первоочередных мер по созданию финансового центра, и стратегия развития российского финансового рынка. Все уже сформулировано, обсуждено и одобрено. Мне кажется, сейчас следует прекратить дискуссию. А вместо этого взять план, который существует, и исполнить все, что в нем написано. Для того чтобы получить тот результат, ради которого все эти документы и писались.

ММВБ в этот процесс просто не может быть не встроена. Сегодня она является центром торговли валютой, государственными, региональными и корпоративными облигациями, акциями, и в значительной степени — центром торговли товарными активами. Так что предпосылки очевидны. А в качестве конкретных планов у биржи есть стратегия, которая принята советом директоров и является для нас основой деятельности.

— Могут ли быть потенциальной сферой работы российского финансового центра страны СНГ?

— Если говорить об СНГ, то у нас существует общий принцип подхода к этой работе, и есть, кроме того, ряд практических проектов. Я бы начал с подходов.

Долгие годы приобретала все больший вес идея демьючиализации бирж, в соответствии с которой биржи должны были становиться такими же коммерческими структурами, как прочие финансовые институты. Отсюда делался вывод о том, что главный способ расширения биржевого бизнеса — это захват территории. Надо ездить по миру, что-то учреждать, что-то покупать, с кем-то сливаться. Но кризис показал, что это, возможно, не самая верная стратегия: экспансионизм не всегда приносит плоды.

Наш подход не таков. Мы стараемся найти с нашими партнерами ту технологическую нишу, ту особенность бизнеса, которая требует дальнейшего совместного совершенствования. Простой пример. С украинской биржей ПФТС мы реализуем проект запуска там новой торговой системы, которая разработана на базе информационно-технологической платформы, обеспечивающей функционирование биржевых рынков Группы ММВБ. В свою очередь, основой нашей платформы были разработки NASDAQ–OMX, но очень значительно переработанные, адаптированные к нашим условиям. И когда коллеги из ПФТС принимали решение, их привлекло именно сочетание высокого качества плюс апробированная технология.

Этот проект, как мне представляется, привлекателен для обеих сторон и является лишь одним из списка проектов, реализуемых в странах СНГ. Другие находятся на различной стадии готовности и будут анонсированы в момент, когда обе стороны каждого проекта сочтут это целесообразным.

Наш подход заключается в том, что взаимодействие с партнерами направлено, прежде всего, на достижение практического результата по конкретным проектам. В перспективе сотрудничество может иметь те или иные последствия для структуры капитала, но основой взаимодействия является не это. ◻

Анна Кузнецова
заместитель генерального директора
Фондовой биржи ММВБ

По-прежнему в центре

Заместитель генерального директора Фондовой биржи ММВБ Анна Кузнецова рассказывает «Вестнику НАУФОР» о том, в каком состоянии находился биржевой рынок ценных бумаг во время кризиса и каковы его ближайшие перспективы.

— Как изменилось значение биржевого фондового рынка ММВБ во время кризиса?

— Прошедший 2008 год характеризовался нарастанием финансового кризиса в США и его распространением на другие страны, в том числе на Россию. Резкое снижение стоимости российских активов и ухудшение финансового состояния российских компаний спровоцировали рост недоверия участников рынка. В этих условиях еще более возросло значение биржевого фондового рынка ММВБ: в 2008 году общий объем сделок на Фондовой бирже ММВБ достиг 48,4 трлн рублей (около 2,0 трлн долларов), что на 11,2% превышает показатель 2007 года. В результате значительного удешевления российских ценных бумаг объем вторичных торгов в 2008 году в абсолютном выражении снизился на 16%, составив 15,6 трлн рублей. При этом активность вторичных торгов в натуральном выражении (число сделок) выросла. Так, 25 ноября 2008 года число сделок на Фондовой бирже ММВБ достигло рекордного значения — 503,2 тыс.

Такая тенденция сохраняется и в 2009 году: биржевой оборот уступает показателям прошлого года, а ликвидность в виде количества сделок растет. В первом квартале 2009 года общий объем сделок с ценными бумагами, включая акции, облигации, паи ПИФов и операции РЕПО, составил 7,06 трлн рублей (203,6 млрд долларов). По итогам первого квартала 2009 года Индекс ММВБ вырос на 24,8%, тогда как в 2008 году пережил сильное падение — на 67,2% (до 619,53 пунктов). При этом, если смотреть в долгосрочной перспективе, российский фондовый рынок по-прежнему является одним из самых привлекательных с инвестиционной точки зрения.

— Какие изменения произошли на фондовом рынке за последние полгода? Как изменилась структура оборота?

— В условиях кризиса Фондовая биржа ММВБ сохранила свои позиции как центра ценообразования на ценные бумаги российских компаний. Доля Фондовой биржи ММВБ на российском биржевом рынке акций составила около 98%, с учетом внебиржевого сегмента — 65,2%, а по итогам первого квартала 2009 года эта цифра достигла уже 69,1%. Доля Фондовой биржи ММВБ в глобальном биржевом объеме торгов российскими активами с учетом депозитарных расписок на акции российских эмитентов составила 63,1% в 2008 году. На общей волне снижения капитализация

рынка акций ФБ ММВБ за 2008 год снизилась на 66,9%, до 9,9 трлн рублей (в долларовом эквиваленте — на 72,3%, до 337,4 млрд долларов).

В условиях кризиса возросло значение операций рефинансирования: инструменты РЕПО позволили трансформировать кредитный риск участников в рыночный. В 2008 году на операции РЕПО (акции, облигации) пришелся основной объем торгов на ФБ ММВБ. Их доля увеличилась с 56,2 до 66,5%. Суммарный объем этих операций увеличился на 32% и составил 32,2 трлн рублей. В первом квартале 2009 года доля операций РЕПО в объемах торгов на фондовой бирже составила 67%.

В 2008 году введены в действие новые редакции Правил допуска к участию в торгах на ФБ ММВБ, допускающие возможность участия в торгах Банка России, и Правил проведения торгов по ценным бумагам в ЗАО «Фондовая биржа ММВБ», предусматривающие два новых режима торгов, в которых заключаются сделки РЕПО с Банком России на Фондовой бирже ММВБ: «Режим торгов «РЕПО с Банком России: Аукцион РЕПО» и «РЕПО с Банком России: фиксированная ставка». Таким образом, участники рынка получили дополнительные возможности по рефинансированию в условиях сокращения ликвидности. Объем операций с Банком России (с 10.02.09 по 24.04.09) на ФБ ММВБ составил 374,0 млрд рублей.

— Как вы оцениваете сегмент IPO и каковы перспективы привлечения акционерного капитала на фондовом рынке в 2009 году?

— Несмотря на стагнацию российского рынка IPO, в 2008 году шесть российских компаний, осуществляя публичное размещение акций (IPO/SPO), воспользовались услугами Фондовой биржи ММВБ. Таким образом компании «Магнит», «Разгуляй», Волжская ТГК, Енисейская ТГК, Кузбассэнерго, «Дикси Групп» привлекли 51,5 млрд рублей (2,1 млрд долларов), что составляет порядка 44% суммарного объема всех IPO/SPO российских компаний, проведенных за прошлый год. Наметилась активность в Секторе инновационных и растущих компаний (ИРК): 8 апреля 2009 года начались торги акциями еще одного эмитента — ОАО «НЕКК» — в этом секторе.

Дальнейшее развитие российского рынка акций в 2009 году и реализация конкретных сценариев будут определяться широким спектром внутренних и внешних факторов. Ключевыми среди них являются ситуация в развитых экономиках и динамика выхода из глобального банковского и финансового кризиса, динамика фондовых рынков других стран, динамика процентных ставок в США и еврозоне, состояние мирового рынка нефти, газа и металлов и планируемые изменения регулирования и налогообложения операций на фондовом рынке, стимулирующие инвестиционную деятельность.

— Каково состояние рынка корпоративных и региональных облигаций?

— Текущий год можно назвать знаковым для российского рынка облигаций — летом 1999 года состоялись дебютные биржевые размещения корпоративных облигаций — компаний ЛУКОЙЛа и Газпрома. За десять прошедших лет этот сегмент на бирже стал для российских компаний практически единственным в стране значимым центром по размещению долговых ценных бумаг, а корпоративные облигации стали эффективным инструментом привлечения средств в реальный сектор экономики. За это время сложилась инфраструктура российского рынка облигаций, его участники и законодательная база.

Сейчас на Фондовой бирже ММВБ обращается 742 выпуска региональных, корпоративных и биржевых облигаций 496 эмитентов суммарной номинальной стоимостью 2,2 трлн рублей. Несмотря на кризис, 2008 год стал рекордным по объему размещений корпоративных и региональных облигаций состоялось 164 аукциона, суммарный объем которых достиг 615,2 млрд рублей (в 2006-2007 годах: 514,6 и 497,6 млрд рублей соответственно).

В 2008 году общий объем сделок с корпоративными, субфедеральными и муниципальными облигациями на Фондовой бирже ММВБ увеличился на 17% и составил 14,6 трлн рублей (602,3 млрд долларов). В течение 2008 года на биржевой рынок с предложением о размещении облигаций вышли 114 компаний. Совокупный объем эмиссии составил 518,3 млрд рублей, что на 13,6% больше показателя 2007 года. Также развивался сегмент региональных облигаций: за прошедший год состоялись аукционы по размещению 18 выпусков субфедеральных облигаций на 96,8 млрд руб.

В настоящее время этот сегмент финансового рынка, как и другие, проходит испытание на прочность мировым финансовым кризисом. На рынке кор-

поративных облигаций проявились свои негативные тенденции: это и дефолты ряда эмитентов, подорвавшие доверие инвесторов, и рост ставок купонов, и необходимость реструктуризации проблемных долгов.

По состоянию на сегодняшний день дефолты (включая технические) были допущены 81 эмитентом по 98 выпускам ценных бумаг на сумму 65 млрд рублей. Из них реальные дефолты допустили 61 эмитент по 75 выпускам на сумму 53,56 млрд рублей. По состоянию на 14 марта 2009 года в техническом дефолте находятся облигации 12 выпусков 12 эмитентов на сумму 5,9 млрд рублей.

Дефолты привели к существенному ухудшению конъюнктуры рынка и заметно ограничили возможности для размещения новых выпусков. Если в мае 2008 года средняя ставка по наиболее крупным займам (10 млрд рублей и выше) составляла 7,5% годовых, то в марте-апреле 2009 года она повысилась до 15,5% годовых. С начала 2009 года состоялось 11 размещений корпоративных облигаций, ни в одном случае ставка заимствования не опускалась ниже 15% годовых.

Со своей стороны биржа предприняла определенные действия, направленные на защиту прав инвесторов, такие как:

- введение механизма вывода корпоративных, муниципальных и субфедеральных облигаций из котировальных списков биржи в случае дефолта;
- ужесточение требований по листингу по сравнению с действующим законодательством — в марте 2009 года введено в действие требование о наличии у эмитента или выпуска облигаций кредитного рейтинга одного из рейтинговых агентств при включении и поддержании облигаций в Котировальном списке «А» первого уровня;
- в июле 2008 года на бирже появился Комитет по ценным бумагам с фиксированным доходом, который включает представителей крупных участников долгового рынка и является площадкой для оперативного обсуждения возникающих вопросов.

В числе положительных последствий финансового кризиса можно отметить появление в 2008 году нового инструмента — биржевых облигаций. На сегодняшний момент размещено 15 выпусков биржевых облигаций трех эмитентов на общую сумму 16,5 млрд рублей по номиналу. Фондовая биржа ММВБ зарегистрировала 81 выпуск биржевых облигаций девяти эмитентов на общую сумму 189 млрд рублей по номиналу. Этот сектор долгового рынка имеет хорошие перспективы, а его масштаб потенциально сравним с объемом рынка корпоративных облигаций.

В первом квартале 2009 года общий объем сделок с облигациями составил 1,2 трлн рублей (33,3 млрд долларов), что в 2,5 раза меньше по сравнению с аналогичным периодом 2008 года. Значительно сократился как объем вторичных торгов, так и объем проводимых размещений. В 2009 году конъюнктура на рынке корпоративных, субфедеральных и муниципальных займов будет во многом определяться уровнем рублевой ликвидности российской банковской системы, динамикой валютного курса рубля и уровнем инфляции, макроэкономической ситуацией в США и странах Западной Европы и успешностью мер по преодолению мирового финансового кризиса, а также характером и объемами новых корпоративных размещений.

— Произошли ли какие-нибудь изменения в части появления новых участников торгов? Как изменилась клиентская база?

— Количество организаций, проявивших желание проводить операции на организованном рынке ценных бумаг в 2008 году, увеличивалось. В течение 2008 года в состав участников торгов ФБ ММВБ было включено 74 организации — профессиональных участника рынка ценных бумаг. На конец 2008 года участниками торгов ФБ ММВБ являлись 667 организаций, в том числе 355 кредитных и 312 некредитных организаций.

Сегодня на Фондовой бирже зарегистрировано свыше 625 тыс. инвесторов — юридических и физических лиц, включая 3,3 тыс. нерезидентов, доля которых в общем объеме торгов на биржевом рынке акций в первом квартале 2009 года составила около 23%. В последние месяцы быстрыми темпами растет доля частных инвесторов – физических лиц. Еженедельно количество частных инвесторов на Фондовой бирже ММВБ увеличивается на 2,5–3 тысячи, что говорит о том, что в России продолжает формироваться класс внутреннего инвестора.

— Каковы планы развития фондового рынка ММВБ в 2009–2010 году?

— Среди новых проектов в 2009–2010 годах заключение сделок с привлечением центрального контрагента и создание на базе сектора ИРК площадки прямых инвестиций.

В части технологий предполагается развитие торговых механизмов для обеспечения концентрации ликвидности и поддержания стабильности рынка (снижение ценовой волатильности), совершенствование существующих механизмов проведения дискретных аукционов, совершенствование системы ценовых лимитов и их индикаторов.

Также предстоит провести дополнительную работу по созданию системы дефолт-риск-менеджмента: изменение требований листинга, мониторинг рыночной ситуации и корпоративной информации, повышение транспарентности эмитентов. ◻

Сергей Наумов
начальник управления товарного рынка ЗАО «ММВБ», директор ЗАО «Национальная товарная биржа»

LIFFE уже обогнали

Начальник управления товарного рынка ЗАО «ММВБ», директор ЗАО «Национальная товарная биржа» Сергей Наумов рассказывает «Вестнику НАУФОР» о развитии товарного рынка ММВБ.

В настоящее время товарный рынок Группы ММВБ развивается по двум направлениям: срочный товарный рынок и спотовые биржевые торги при проведении государственных интервенций для регулирования рынка сельскохозяйственной продукции, сырья и продовольствия.
ЗАО «Национальная товарная биржа» (НТБ), входящая в Группу ММВБ, является уполномоченной биржей Министерства сельского хозяйства Российской Федерации и с 2002 года принимает участие в проведении государственных интервенций на рынке зерна, направленных на поддержание рентабельности производителей и переработчиков сельскохозяйственной продукции.

Объем торгов НТБ при проведении товарных и закупочных интервенций в 2008 году составил 29,2 млрд рублей (6,2 млн тонн зерна), или 62% от общероссийского биржевого объема торгов товарами в 2007 году[1].

Другим направлением, реализуемым НТБ и ММВБ при поддержке Министерства сельского хозяйства России, Российского зернового союза и представительного круга участников рынка зерна, а также администраций и министерств сельского хозяйства ряда крупных зернопроизводящих регионов Российской Федерации, является развитие биржевого рынка поставочных фьючерсов на пшеницу.

Рынок поставочных фьючерсов на пшеницу позволяет участникам торгов повысить рентабельность своих предприятий за счет страхования рисков неблагоприятного изменения цен, формирования ориентира для планирования хозяйственной деятельности, надежности расчетов, получения лучших возможностей кредитования в банках, расширения возможностей по покупке и продаже зерна.

В настоящее время торгуются следующие контракты — фьючерсный контракт на пшеницу 3, 4, 5 классов с условиями поставки EXW (франко-склад) элеваторы Южного федерального округа РФ и фьючерсный контракт на экспортную пшеницу с условиями поставки FOB (франко-борт) порт Новороссийск. Для осуществления поставки пшеницы на условиях EXW на сегодняшний момент аккредитован 41 элеватор Южного федерального округа.

[1] По данным Федеральной службы государственной статистики. Без учета оборота по фьючерсным сделкам.

Основная предпосылка для запуска фьючерсного рынка пшеницы на НТБ — возросшая волатильность на мировом зерновом рынке и, как следствие, растущая необходимость в страховании ценовых рисков у операторов зернового рынка. Существующие на зарубежных биржах (CBOT, MATIF, LIFFE и др.) контракты не могут использоваться участниками российского рынка в качестве инструментов хеджирования из-за низкой и постоянно меняющейся корреляции цен на зерно. Это подтверждают, в том числе, и зарубежные брокерские компании, и участники зернового рынка.
Общий оборот рынка поставочных фьючерсов на пшеницу на НТБ с момента начала торгов 9 апреля 2008 года по 8 апреля 2009 года, то есть ровно за один год, составил 119 394 контракта на сумму 40 млрд рублей (7,5 млн тонн зерна). За этот период была осуществлена поставка 14 040 тонн пшеницы по 216 контрактам.

Основная задача развития рынка поставочных фьючерсов на пшеницу, которой сегодня уделяется наиболее пристальное внимание в Группе ММВБ, — это привлечение большего числа операторов рынка для участия в торгах. В целях решения этой задачи биржей проводятся обучающие семинары для участников зернового рынка в различных регионах России (проведены семинары в Москве, Краснодаре, Ростове-на-Дону, Самаре и ряде других городов России).

Перед кризисом многие компании, в том числе зарубежные, готовились к выходу на рынок и получили доступ к торгам. Однако с началом финансового кризиса выход участников на рынок замедлился из-за недостатка финансовых ресурсов. В целях решения этой проблемы была разработана схема кредитования под залог зерна (будущего урожая) с использованием фьючерсов на пшеницу НТБ, предусматривающая более выгодные условия как для заемщиков (участников рынка зерна), так и для банков. Данная схема была рассмотрена на совещании в Минсельхозе России и рекомендована для разработки соответствующего банковского продукта. Внедрение этого продукта позволит решить проблему недостатка финансовых ресурсов у производителей зерна и в то же время существенно снизит риски банков при повышении качества залога, увеличении объемов кредитования при более низких процентных ставках, либо при меньшем объеме залога.

Российской спецификой является то, что банки могут работать на биржевом товарном рынке только в качестве брокера, не имея в соответствии с действующим законодательством права проведения операций с товарными активами. Соответствующие изменения в законодательстве существенно упростили бы работу банков на биржевом товарном рынке и увеличили финансовые потоки в стратегическую отрасль экономики — сельское хозяйство.

Другим фактором, влияющим на темпы развития, является недостаточное количество квалифицированных специалистов, обладающих одновременно знаниями и опытом работы на биржевом рынке и хорошо знающих специфику рынка базового актива. Кроме того, по мнению представителей международной Ассоциации по торговле зерном и кормами (GAFTA), существует нехватка специалистов по обучению и продвижению инструментов на товарные активы, в том числе способных разрабатывать стратегии и тактику работы предприятий АПК на биржевом рынке в сочетании с основным видом деятельности.

К ближайшим планам относится разработка биржевых инструментов на другие товарные активы, ориентированных на страхование рисков сельхозтоваропроизводителей.

В целом первый год работы рынка поставочных фьючерсов на пшеницу можно оценить как успешный. Это показывает и сравнительный анализ оборота НТБ с оборотами на ведущих европейских площадках по торговле зерном MATIF и LIFFE во время первых лет торгов после запуска фьючерсов на пшеницу.

За столь небольшой период НТБ удалось опередить LIFFE по такому показателю, как оборот рынка фьючерсов на пшеницу в контрактах. Так, оборот по фьючерсам на пшеницу на LIFFE в феврале 2009 года составил 8901 контракт, в марте 2009 года — 10 160 контрактов, на НТБ —11 673 и 11 474 контракта соответственно. ◻

Таблица. **Результаты торгов на НТБ при проведении госинтервенций на рынке зерна**

Период проведения торгов	Ноябрь 2002 — январь 2003	Февраль — июль 2004	Август 2005 — январь 2006	Октябрь 2007 — июнь 2008	Август 2008 — по наст. время
Тип интервенций (закупочные или товарные)	Закупочные	Товарные	Закупочные	Товарные	Закупочные*
Число участников торгов	343	307	350	123	2010
Объём торгов, млрд руб.	4,94	5,96	5,02	6,79	41,06
Объем торгов, млн тонн	2,83	1,55	1,66	1,31	8,72

* Данные на 7.04.2009. Закупочные интервенции продолжаются по настоящий момент.

Игорь Марич
вице-президент ЗАО «ММВБ»

SPAN — управление рисками

Вице-президент ЗАО «ММВБ» Игорь Марич рассказывает «Вестнику НАУФОР» о новостях срочного рынка «Группы ММВБ», о его проблемах и планах дальнейшего развития.

Объем торгов на срочных рынках ЗАО ММВБ и ЗАО «ФБ ММВБ» составил в 2008 году 3,33 трлн рублей, что в полтора раза превысило их совокупный оборот за предыдущий год. По данным Futures Industry Association, на конец 2008 года Группа ММВБ занимала 1-е место среди 52 мировых бирж по объему торгов деривативами в контрактах. При этом срочный рынок Группы ММВБ пока является фактически только рынком валютных фьючерсов (98% от совокупного объема торгов на срочном рынке в 2008 году). Это обусловлено сравнительно недолгой историей сегмента фондовых деривативов на ММВБ (менее 2 лет) и отсутствием опционов. Подобная специализация, конечно, существенно сужает возможности реализации конкурентных преимуществ биржи на срочном рынке.

— Игорь, какие задачи стоят сейчас перед срочным рынком ММВБ?

— Сегодня перед нами стоят три ключевые задачи:

Во-первых, мы ставим задачу расширять линейку инструментов. В частности, будем развивать сегмент фондовых деривативов и запускать рынок опционов.

Во-вторых, мы переходим на новую систему управления рисками, основанную на методологии SPAN (Standard Portfolio Analysis of Risk). Ее стартовая конфигурация включает в себя возможность портфельного маржирования с уникальной технологией контроля заявок.

Но это еще не все преимущества новой системы! SPAN — наиболее распространенный стандартный подход к управлению рисками на деривативных биржах мира. Мы думаем, что это позволит расширить клиентскую базу срочного рынка ММВБ, в том числе, за счет нерезидентов.

Кардинальное расширение клиентской базы, в первую очередь, за счет привлечения розничных инвесторов — это еще одна стоящая перед нами задача.

— Финансовый кризис повлиял на вашу работу?

— Финансовый кризис плохо повлиял на возможность участников срочного рынка поддерживать его ликвидность и увеличил их издержки[1]. Стало ясно,

[1] Особенно это характерно для рынка валютных фьючерсов, который пострадал от сокращения лимитов участников на валютный риск и от сжатия рынка NDF, дававшего возможность арбитража с рынком валютных фьючерсов.

что в данном направлении необходимо принимать комплексные меры.

Поэтому сейчас мы развиваем институт официальных маркетмейкеров (с различными наборами прав и обязанностей), а также вводим маркетинговые периоды по комиссионным сборам для фондовых деривативов (как по обращающемуся фьючерсу на Индекс ММВБ, так и по новым инструментам — поставочным фьючерсам на акции.

Кроме того, уже в ходе работ по реализации новой системы управления рисками пришлось оперативно адаптировать некоторые подходы и модели к изменившимся рыночным реалиям.

— Какие факторы работают на развитие этого рынка, какие против?

— Биржевые деривативы позволяют реализовывать широкий спектр спекулятивных, арбитражных и хеджирующих стратегий. А механизм централизованного клиринга дает игрокам возможность использовать гарантии по исполнению сделок, что особенно актуально в условиях кризиса.

Не следует забывать, что при этом Группа ММВБ имеет конкурентные преимущества за счет высокой капитализации, а также концентрации на ней оборотов торгов по базовым активам, в частности, иностранной валюте и ценным бумагам. В результате, торги базовыми активами и производными проходят на одной торговой площадке, единой технологической платформе и в единой расчетной системе.

Новая система управления рисками, запущенная 13 апреля 2009 года, должна стать дополнительным стимулом к развитию срочного рынка Группы ММБВ. Она обеспечит снижение издержек участников рынка (за счет введения календарных спредов, реально работающих гарантийных фондов в достаточном объеме, нетто-маржирования и рыночных механизмов ликвидации позиций дефолтера) при сохранении высокого уровня надежности системы.

Внедрение новой СУР уже позволило снизить требования по депозитной марже участников на 30%, а по спредовым позициям — в пять раз. Реальное снижение совокупных требований по депозитной марже на 13.04 составило более 5 млрд рублей.

Параллельно с запуском новой СУР приняты новые редакции нормативных документов нашего срочного рынка — спецификаций инструментов, методик и правил. Также разработан новый комплекс программных продуктов: торговая система, удаленное рабочее место участника срочного рынка (MICEX Trade FO), риск-калькулятор для оценки требований к размеру обеспечения (MICEX MarginCalc FO).

Основным сдерживающим фактором развития срочного рынка ММВБ остается наличие достаточно узкой клиентской базы. Эту проблему мы планируем в значительной степени решить за счет создания привлекательных условий в результате упоминавшихся изменений в СУР, расширения линейки инструментов активного маркетинга. Окончательно переломить существующую ситуацию, на мой взгляд, способно дальнейшее развитие риск-менеджмента и клиринга в Группе ММВБ, направленное на их объединение для всех сегментов срочного рынка и, в целом, всех рынков Группы.

— Какие еще проблемы мешают вам развивать срочный рынок?

— В настоящее время на российском рынке по-прежнему существует раздельное регулирование производных на разные активы и отсутствует законодательство о клиринге, что создает трудности для управления рисками у всех инфраструктурных организаций на финансовом рынке и, пожалуй, в первую очередь, для срочного рынка.

В части налогообложения наиболее болезненной проблемой является существующий порядок взимания налога на доходы физических лиц (НДФЛ) по операциям со срочными инструментами с базовыми активами, отличными от ценных бумаг и фондовых индексов. Решением проблемы может стать определение налогооблагаемой базы частных инвесторов по операциям на биржевом срочном рынке путем полного сальдирования положительных и отрицательных результатов операций со всеми срочными инструментами. Кроме того, физические лица оказываются в дискриминированном положении по сравнению с юридическими и по причине отсутствия возможности перенесения убытков предыдущего налогового периода на доходы будущих. Так, к примеру, потеряв 70% собственных средств в кризисном 2008 году, частный инвестор должен будет заплатить налог с любого дохода, полученного им в 2009 году, что не выглядит экономически обоснованным.

Существенные сложности возникают и при квалификации хеджирующих сделок, что создает налоговые риски для хеджеров и не содействует их привлечению на срочный рынок. Таким образом, срочный рынок из инструмента для хеджирования рисков превращается в инструмент для высокорискованных спекуляций, поскольку при проведении таких операций никаких неясностей с налогообложением не возникает.

Для снижения кредитных рисков необходимо внесение изменений в законодательство о несостоятельности (банкротстве), обеспечивающих безрисковое использование института «ликвидационного неттинга» — механизма исполнения обязательств по сделкам юридического лица на финансовом рынке в рамках процедур банкротства на нетто-основе.

Существует и проблема недостаточной информированности существующих и потенциальных участников российского финансового рынка о возможностях срочного рынка Группы ММВБ. Для ее решения мы как самостоятельно, так и с участниками нашего рынка, проводим системную работу по организации образовательных мероприятий.

— Каковы ваши ближайшие планы?

— В ближайших планах — развитие всех сегментов срочного рынка, в первую очередь за счет стимулирования роста ликвидности. Важным инструментом здесь является институт маркетмейкеров. Маркетмейкеры будут поддерживать котировки по всем основным типам торгуемых инструментов, а их количество будет существенно увеличено.

Основной упор делается на развитие фондовых деривативов. Для расширения инструментария на этом сегменте в конце апреля 2009 года запущены поставочные фьючерсы на отдельные акции (первоначально — на акции Газпрома и Сбербанка).

В планах также дальнейшая модернизация системы управления рисками, которая, в частности, должна обеспечить реализацию следующего функционала:

- межпродуктовые спреды;
- запуск опционов;
- формирование коллективного гарантийного фонда;
- возможность внесения в обеспечение активов, отличных от рублевых средств;
- проведение дополнительных клиринговых сессий.

В общем, впереди много работы, которая, мы верим, позволит ММВБ занять привычные лидирующие позиции и на срочном рынке. ◻

Коротко о важном

Стратегия создана

Утверждена Стратегия развития биржи ММВБ на 2009–2011 годы. Она готовилась комиссиями по стратегическому планированию, сформированными на базе советов директоров, соответственно ЗАО «ММВБ» и ФБ ММВБ.

Миссия Группы ММВБ, говорится в документе, заключается «в предоставлении участникам финансового рынка полного набора конкурентоспособных торговых, клиринговых, расчетных, депозитарных и информационных сервисов, соответствующих уровню международного финансового центра, с соблюдением баланса интересов участников рынков, акционеров и государства в целях обеспечения лидерства ММВБ на фондовом, валютном и срочном рынках».

Стратегия Группы ММВБ предполагает реализацию проектов по четырем основным направлениям:

- корпоративное строительство: сохранение и развитие Группы ММВБ как вертикально-интегрированного биржевого холдинга на единой IT-платформе;
- модернизация системы управления рисками на всех рынках;
- широкая продуктовая и географическая диверсификация бизнеса;
- совершенствование IT-платформы.

Эффективность бизнеса ММВБ, как следует из Стратегии, будет повышена за счет модернизации структуры корпоративного управления, внедрения клиентоориентированного подхода и запуска современной системы управления рисками на всех рынках Группы.

Тактика успешна

Состоялось годовое общее собрание акционеров ЗАО «ММВБ». На нем подведены итоги финансово-хозяйственной деятельности ЗАО «ММВБ», утвержден годовой отчет ЗАО «ММВБ» за 2008 год, годовая бухгалтерская отчетность, а также принято решение о распределении чистой прибыли ЗАО «ММВБ» по результатам 2008 финансового года. По бухгалтерской отчетности, составленной по российским стандартам, в 2008 году доходы ЗАО «ММВБ» составили 5,5 млрд рублей, чистая прибыль достигла 2,2 млрд рублей. Акционеры приняли решение распределить чистую прибыль следующим образом:

- на выплату дивидендов — 221,26 млн рублей;
- в Гарантийный фонд по клиринговой деятельности на рынке ценных бумаг — 27,7 млн рублей;
- в Фонд развития биржевого дела — 1,9 млрд рублей.

Акционеры избрали новый состав Совета директоров на срок до следующего годового Общего собрания акционеров в количестве 15 членов.

Сергей Савицкий
вице-президент ЗАО ММВБ

Тест на кризис

Вице-президент ЗАО «ММВБ» Сергей Савицкий рассказывает «Вестнику НАУФОР» о текущих показателях и планах валютного рынка ММВБ.

— Сергей, все мы знаем, что ММВБ – это Московская межбанковская валютная биржа. Упор в данном случае на определение «валютная». Торги валютами по-прежнему являются одним из основных направлений вашей деятельности?

— Сектор биржевых валютных торгов в прошлом году продолжал активно развиваться. Доля валютных операций в совокупном биржевом обороте Группы за год составила 45% (по итогам 2007 года — 36%). Оборот валютного рынка ММВБ за указанный период вырос в 1,8 раза и составил 2,7 трлн долларов. А 12 декабря 2008 года вообще был поставлен абсолютный рекорд — дневной оборот валютного рынка ММВБ превысил 27 млрд долларов.

Основными торгуемыми валютами оставались доллар США и евро. Наибольший объем (2408,3 млрд долларов) по-прежнему приходился на операции с инструментами доллар/рубль (90% общего объема торгов на биржевом валютном рынке и на 66% превышает показатели предыдущего года).

Наиболее быстро рос сегмент евро/рубль: в 2008 году в нем было заключено сделок на сумму 271,4 млрд долларов (в 6,4 раза больше соответствующего показателя предыдущего года), увеличивалась доля сделок своп в структуре операций валютного рынка. Особенно очевидным (более чем в девять раз относительно 2007 года) стал рост в сегменте евро/рубль.

— Европейская валюта стала так актуальна в связи с процессом девальвации рубля?

— В первую очередь, с моей точки зрения, усилению роли евро на российском рынке способствуют макроэкономические факторы — страны ЕС являются важнейшими торговыми партнерами России — на них приходится более 52% объема внешней торговли. Растет доля российской экспортной выручки в евро.

При этом также надо отметить, что на валютном рынке ММВБ проводится политика диверсификации структуры биржевого валютного рынка и сближения условий торгов по доллару и евро, которая , я уверен, также приносит свои плоды.

— На что повлиял кризис?

— В 2008 году финансовый кризис нарастал в США и распространялся на другие страны, в том числе на Россию. Это привело к переоценке банками

отношения к риску, к определенному сжатию внутреннего валютного рынка, что отчетливо наблюдалось во второй половине года. На фоне существенного сокращения банками взаимных лимитов при сохранении потребности в проведении конверсионных операций участники рынка перемещали свою активность в наименее рискованный сегмент — на биржевой валютный рынок.

Кризис стал своего рода тестом для системы риск-менеджмента нашего рынка, и можно констатировать, что этот тест пройден успешно. На валютном рынке, в первую очередь благодаря применяемым элементам системы управления рисками, включая внедренный в декабре 2007 года механизм центральной стороны по сделке, минимизированы финансовые риски, возникающие вследствие возможного неисполнения участниками клиринга обязательств по его итогам. В условиях высокой волатильности была апробирована и полностью оправдала себя действующая на валютном рынке гибкая система установления асимметричных границ предельного отклонения курса.

По всем торгуемым инструментам биржевого валютного рынка произошло существенное увеличение объема операций. Участники торгов демонстрировали заинтересованность в инструментах рефинансирования, поэтому объемы сделок своп, особенно в сегменте евро/рубль, как уже сказано, существенно возросли. Также выросли объемы торгов по инструментам со сроками расчетов «сегодня» (TOD) и завтра (TOM). Биржа заботилась о стимулировании операций рефинансирования. Мы снизили ставку комиссии по сделкам своп доллар/рубль. А также модернизировали регламент торгов и расчетов.

— **То есть участники валютных торгов оценили преимущества биржевого рынка?**

— Однозначно!

На сегодняшний день крупнейшим сегментом внутреннего валютного рынка является прямой межбанк, где сделки заключаются банками с использованием лимитов, а также по залоговым схемам. Однако стоит отметить, что в последнем квартале минувшего года доля биржевого рынка в общем объеме российских межбанковских валютных операций превысила 40% по операциям доллар/рубль и 70% по сделкам с евро/рубль. Понятно, что это результат неприятия риска основными участниками торгов, вместе с тем данные цифры доли биржевого рынка в двух наиболее востребованных рублевых парах являются историческим максимумом!

— **Каковы планы валютного рынка ММВБ?**

— Важнейшими задачами мы видим совершенствование системы управления рисками, развитие торгового инструментария, расширение круга участников торгов.

В настоящее время планируется реализация ряда проектов по модернизации СУР, в частности, «Единый лимит» и Гибкий механизм контроля параметров СУР. Реализация проекта «Единый лимит» позволит банкам совершать операции с любой из основных валютных пар (доллар/рубль, евро/рубль, евро/доллар), задепонировав в качестве обеспечения одну из трех валют — доллары США, евро или российские рубли. Одновременно предполагается распространить лимит нетто-операций участников на вышеуказанные валютные пары.

Проект гибкого механизма контроля параметров СУР предусматривает, что в ходе торгов на ЕТС клиринговой организацией (НКЦ) будет осуществляться переоценка текущих позиций участников торгов, и в зависимости от состояния текущих позиций, участник торгов сможет проводить операции в одном из трех «режимов» торгов: основном, ограниченном или в режиме ликвидации позиций. Подход достаточно новый для спот-рынка, однако при прочих равных условиях позволит при повышении устойчивости системы управления рисками снизить параметры маржирования, что, по сути, означает оптимизацию издержек участников.

В части развития инструментов — в апреле запущены торги по новой валютной паре евро/доллар. Мы вполне удовлетворены результатами первых десяти дней торгов: стартовав 13 апреля 2009 года с объема операций в 16 млн евро, 22 апреля был превышен рубеж в 100 млн. Пока объем не гигантский, но важно, что в торгах с новой валютной парой приняло участие более 30 банков, за этот короткий период сформировался устойчивый круг постоянных участников как из числа московских, так и региональных банков.

Словом, мы работаем над тем, чтобы сохранить передовые позиции валютного рынка ММВБ. ◻

CIB
CIB
ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНК

Марк Темкин
руководитель инвестиционно-банковского направления финансовой корпорации «Уралсиб»

CIB – великий и могучий

Основой деятельности кредитно-инвестиционного банка является связь между двумя главными подразделениями

Руководитель инвестиционно-банковского направления финансовой корпорации «Уралсиб» Марк Темкин рассказывает главному редактору журнала «Вестник НАУФОР» Ирине Слюсаревой, каким образом инвестиционный банкир может сделать желаемое неизбежным и почему кредитно-инвестиционная модель устойчивее инвестиционной.

— Марк, какие стратегические цели стоят перед инвестиционно-банковским направлением корпорации «Уралсиб»?

— Мы сформировали свою стратегию накануне мирового кризиса, но, естественно, не предполагали, что кризис будет настолько жестоким. В связи с этим понадобилась определенная коррекция.

Сегодня глобальные финансовые структуры существенно уменьшили интерес и сокращают свое присутствие в России. Мы же, являясь локальным банком, не имеем иной альтернативы, кроме работы на отечественном рынке.

На Востоке говорят: «Счастье — это когда желаемое неизбежно». В нашем случае дело обстоит именно так. Наш фокус — Россия. Думаю, что по итогам нынешнего кризиса российские коммерческие и инвестиционные банки займут более высокие рейтинговые позиции, чем до того.

— В одном из своих интервью вы говорили, что «Уралсиб» развивает модель кредитно-инвестиционного банка, CIB, следуя удачным примерам таких мировых банков, как Deutsche Bank и Citigroup. Продолжаете ли вы считать обе эти модели (особенно модель Citigroup) удачными и сейчас? Что именно является главным для вас в этой модели?

— Продолжаем, так как проблемы Citigroup вызваны скорее не результатами деятельности их инвестиционного банкинга, а огромной позицией в ипотечных бумагах субпрайм, что абсолютно объяснимо, учитывая размеры группы до кризиса. В каком-то смысле Citigroup пала жертвой своего масштаба. Это не проблема модели бизнеса банка, просто этот конкретный банк повсеместно стремился реализовать одинаковую стратегию своей экспансии. Фокусировкой Citigroup был весь земной шар, все продукты.

Но есть и другие примеры. Например, Deutsche Bank придерживался более консервативной позиции, и, как результат, пострадал существенно меньше в результате переоценок.

Тем не менее модель CIB продолжает доказывать жизнеспособность в этих банках, и мы не планируем существенных изменений в нашей стратегии. Хотя, конечно, внимательно смотрим на изменения в индустрии и по необходимости будем адаптироваться под изменения, вызванные сменой конфигурации мировой финансовой системы.

— **Что для вас принципиально важно в этих моделях?**

— За пять минут интервью в деталях не расскажешь: западные банки шли к этой модели десятки лет. Если в самых общих чертах, то основная идея этой деятельности — отстроенная система взаимодействия, которая взаимно мотивирует коммерческих и инвестиционных банкиров делать бизнес так, чтобы каждая сделка, проводимая каким-либо из этих плотно связанных подразделений, стимулировала для клиента сотрудничество со вторым подразделением. Собственно, модель CIB — это модель кросс-продаж.

По модели CIB работают такие крупные западные банки, как Credit Suisse и JP Morgan. В России примерами могут служить «Уралсиб», ВТБ. Просто каждый из перечисленных банков работает в своем клиентском сегменте и старается настроить свое продуктовое предложение именно на этот сегмент.

— **Эти сегменты не пересекаются?**

— Конечно, пересекаются. Наш клиентский сегмент пересекается с сегментом Deutsche bank и с сегментом ВТБ. Сегменты ВТБ и Deutsche bank тоже пересекаются, и зона их взаимного пересечения больше, чем у каждого из них с «Уралсибом» — просто благодаря масштабу.

Наша стратегия сейчас состоит в том, чтобы воспользоваться ослаблением интереса мировых гигантов к финансовому рынку России и, несмотря на кризис, увеличить свою долю на рынке инвестиционно-банковских услуг, взаимодействуя со всей финансовой

Наша стратегия сейчас состоит в том, чтобы воспользоваться ослаблением интереса мировых гигантов к финансовому рынку России и, несмотря на кризис, увеличить свою долю на рынке инвестиционно-банковских услуг, взаимодействуя со всей финансовой корпорацией «Уралсиб».

корпорацией «Уралсиб». В состав корпорации входит не только коммерческий и инвестиционный банки, но также лизинг, страхование, управляющая компания, и каждое из этих направлений является неисчерпаемым источником клиентов. Работая в одной связке с ними, мы имеем шанс серьезно улучшить наше положение на рынке. Наша задача — иметь возможность сотрудничать и конкурировать с грандами, когда они снова вернутся.

— А кто ваши конкуренты сейчас?

— Наши конкуренты традиционны. Это российские финансовые структуры сопоставимых с нами размеров — «Альфа-банк», «МДМ-банк». А также «Тройка Диалог» и «Ренессанс капитал».

— Наконец я услышала эти имена!

— Безусловно, с ними мы тоже конкурируем. Хотя сейчас и «Ренессанс» и «Тройка» находятся в процессе трансформации. Чтобы говорить о том, как с ними конкурировать, надо понимать, какими станут эти банки в будущем.

«Ренессанс» был подобен паруснику, который несся по волнам под всеми парусами, с полной оснасткой и с грузом. Когда в такой ситуации мгновенно налетает десятибалльный шторм, мачты ломает. Но мачты можно чинить!

Нам интересно конкурировать с сильным соперником и побеждать в честном азартном поединке. Поэтому я бы хотел, чтобы и «Ренессанс», и «Тройка» справились со штормом. Тот класс работы, который они показывали, мне очень импонировал.

— Есть ли закономерность в том, что МДМ и «Альфа» в порядке, будучи коммерческими банками, а «Тройка» и «Ренессанс» переживают трудности, будучи банками инвестиционными?

— В целом инвестиционные банки сходят с мировой финансовой арены как класс. Потому что, во-первых, модель CIB более правильна, а во-вторых, коммерческий банк априори обладает большей стабильностью. Мировая финансовая система сейчас переживает жесточайший кризис, и для любой коммерческой структуры логично приблизиться к тому формату, который облегчает выживание в критических условиях.

— Сейчас много говорят о том, что регулирование на уровне национальных экономик противоречило процессу глобализации и тому подобное. Что может поменяться в мире в этой сфере, и какие силы могут быть движителями изменений?

— Действительно, регулирование рынков претерпит довольно значительные изменения в ближайшее время. Мне кажется, это произойдет главным образом за счет внедрения новых принципов регулирования национальными органами. Например, уже сейчас происходит ужесточение регулирования деятельности хедж-фондов, нормативов по резервам банкам на операции с рискованными инвестиционными продуктами, ограничение операций через офшоры. В этом заинтересованы правительства практически всех ведущих стран, поэтому координация действий в этом направлении будет достаточно эффективной. Что касается глобального регулятора — это, на мой взгляд, дело далекого будущего. Прежде всего, потому, что ни одна из ведущих держав мира (начиная с США) не готова поступиться частью своего суверенитета и, более того, своим центральным местом в мировой экономике.

— США упрекают в том, что доллар является и национальными, и мировыми деньгами, но регулируется лишь на национальном уровне.

— Очевидно, что США регулируют доллар, в том числе, как основную резервную валюту. Резервная валюта — это такая денежная единица, которую готовы использовать для обеспечения стабильности своих национальных валют подавляющее большинство центробанков мира. Такой статус любой валюте невозможно придать политическим решением, это достигается за счет усиления роли той или иной страны в мировой экономике. США пытаются сбалансировать доллар: удерживая достаточно слабым для поддержки национального производителя, и одновременно достаточно сильным для того, чтобы доллар продолжал оставаться мировой резервной валютой.

Альтернативы доллару как резервной валюты в настоящий момент нет. Другое дело — региональные валюты, то есть валюты тех стран, которые в торгово-экономическом плане занимают доминирующее положение в том или ином регионе мира. Претендентов на статус такой валюты много — например, юань для азиатского региона, бразильский риал для Латинской Америки, рубль для постсоветского пространства.

— Могли бы монетарные власти способствовать усилению роли рубля как региональной валюты?

— Собственно, уже производятся определенные действия, направленные на финансирование внутрирегиональных

В целом инвестиционные банки сходят с мировой финансовой арены как класс. Потому что, во-первых, модель CIB более правильна, а во-вторых, коммерческий банк априори обладает большей стабильностью.

торговых операций в рублях. Например, расчеты с партнерами за поставки нефти и газа. Это стимулирует дополнительный интерес к покупке рубля. Однако не надо забывать, что перспективы становления рубля как полноценной региональной валюты на постсоветском пространстве самым тесным образом связаны с успешностью проводимых в России реформ и стабильностью ее экономики. Если российская экономика будет становиться сильнее, стабильнее, то и спрос на ее валюту будет расти — как внутри страны, так и за ее пределами. Тогда превращение рубля в региональную валюту произойдет естественно и быстро. Это и есть тот сценарий, на который нам следует ориентироваться.

— Отечественному фондовому рынку сейчас трудно. Как уже многократно диагностировалось, радикально поменять его размер и характер мог бы действительно массовый приход частного инвестора. Можно ли этого добиться? И что будет, если мы не научимся привлекать отечественные инвестиции через отечественный фондовый рынок?

— Фондовый рынок жил, жив и будет жить, потому что его наличие — естественный экономический механизм.

Количество частных инвесторов на фондовом рынке — вопрос не принципиальный. Принципиален вопрос о том, несет ли частный инвестор свои сбережения в фонды, потому что рынок двигают в первую очередь институционализированные инвесторы. Я являюсь сторонником мер, которые ужесточают ответственность фондов перед частным инвестором, но самого «частника» ограничивают в использовании особо рискованных инструментов.

Кроме того, по результатам этого кризиса российский фондовый рынок получит новый импульс, связанный с тем, что структура российских публичных компаний и их балансы сейчас нежизнеспособны.

Сейчас большинство российских компаний не работает над снижением своей долговой нагрузки. Государство не будет бесконечно оказывать материальную

поддержку бизнесу. Надо договариваться с банками. Но как можно договориться с банком? Только одним способом — отдать залоги, отдать часть своего бизнеса. Банк затем будет перепродавать эти доли бизнеса, консолидировать, выпускать долговые обязательства, конвертировать их в акции, через какое-то время выводить часть полученных предприятий на IPO и так далее.

Все эти операции будут происходить на фондовом рынке. И реализовывать их будут инвестиционные банкиры. Не вижу возможности делать эту работу помимо фондового рынка.

— На каких принципах строится риск-менеджмент в вашей компании?

— Доходы любого финансового института — это фактически плата за риск, который он на себя принимает. Поэтому излишне консервативный подход негативно отразится на доходах и, в конечном итоге, на стоимости фирмы, а невнимание к принимаемым на себя рискам приводит к прямым убыткам компании.

«Уралсиб» всегда уделял самое серьезное внимание управлению рисками. Наша система риск-менеджмента изначально строилась с целью ежедневного и эффективного управления соотношением «риск — доходность» по нашим операциям и операциям наших клиентов. Хотя, конечно же, поддерживать «золотой баланс» между рисками и доходностью в условиях развивающегося рынка и постоянно меняющейся обстановки очень не просто.

Глобальный финансовый кризис послужил хорошим стресс-тестом для риск-менеджеров и систем риск-менеджмента во всем мире. Конечно же, после таких событий все финансовые институты стали гораздо более консервативными в своих подходах к рискам, к выбору деловых партнеров и финансовых инструментов.

Применительно к нам можно уверенно сказать, что система риск-менеджмента «Уралсиба» оказалась адекватной и уже дважды — в 1998 году и сейчас — доказала свою состоятельность. ◻

Виктор Коновалов
заместитель директора «Интерфакс-ЦЭА»

Позитивный март

Прошедший месяц оказался для мировых фондовых рынков удачным — инвесторы поверили в «планы спасения»

Впервые за последние несколько месяцев на мировых фондовых рынках в марте состоялось дружное ралли, вызванное объявлением плана спасения американской экономики и финансовой системы, разработанного новым президентом США Бараком Обамой. Российский рынок акций также включился в мировое фондовое ралли и стал активно восстанавливать свои позиции.

Индекс РТС взлетел более чем на 10%, превысив 630 пунктов, а индекс ММВБ прибавил 9% и достиг уровней ноября 2008 года — 750 пунктов.

Мировые инвесторы позитивно восприняли меры, предпринимаемые правительством и Федеральной резервной системой США для вывода экономики из рецессии, и активизировали покупку акций, прежде всего банковского и финансового секторов. В результате, двухнедельный рост американских фондовых индексов стал максимальным с 1938 года. Российский рынок акций также включился в мировое фондовое ралли и стал активно восстанавливать свои позиции. Мировые цены на нефть уверенно преодолели отметку в 50 долларов за баррель.

Активный рост

Начало марта не предвещало ничего хорошего мировым фондовым и товарным рынкам. Месяц начался с падения индексов вслед за нефтью, которая рухнула 2 марта на 9% (в район 40,7 долларов за баррель для сорта WTI). Индекс Dow Jones упал ниже отметки 7000 пунктов впервые с 1997 года. Негативное влияние на настроения инвесторов оказало заявление миллиардера-финансиста Уоррена Баффета о том, что в течение этого года и, возможно, еще в течение длительного периода времени экономика США будет находиться «в разрухе».

Кроме того, опубликованный отчет американского страховщика American International Group (AIG) оказался хуже ожиданий: компания по итогам четвертого квартала прошлого года получила скорректированный убыток в размере 14,17 долларов в расчете на акцию, тогда как эксперты прогнозировали потери в размере всего 0,37 доллара на акцию.

Позже стало известно, что AIG, значение которой слишком важно для страны, получит от властей США еще 30 млрд долларов, чтобы избежать банкротства. Страховщику была га-

В этой статье:

Меры правительства США по стабилизации финансовых рынков.

Состояние ведущих мировых фондовых рынков и emerging markets.

Российские ценные бумаги в марте.

рантирована возможность дальнейшего получения правительственной поддержки, если ситуация на рынках не стабилизируется и не улучшится. Ранее федеральные власти, владеющие почти 80% акций AIG, предоставили компании кредит в 60 млрд долларов, приобрели акции на 40 млрд, а также потратили 50 млрд на гарантии по «токсичным» активам.

Однако в дальнейшем нефть начала потихоньку расти, что развернуло вверх российский рынок акций. Новая порция американской статистики также оказалась лучше прогнозов, что позитивно сказалось на мировых рынках: в январе выросли расходы и доходы населения США, и неожиданно повысился февральский индекс производственной активности ISM Manufacturing.

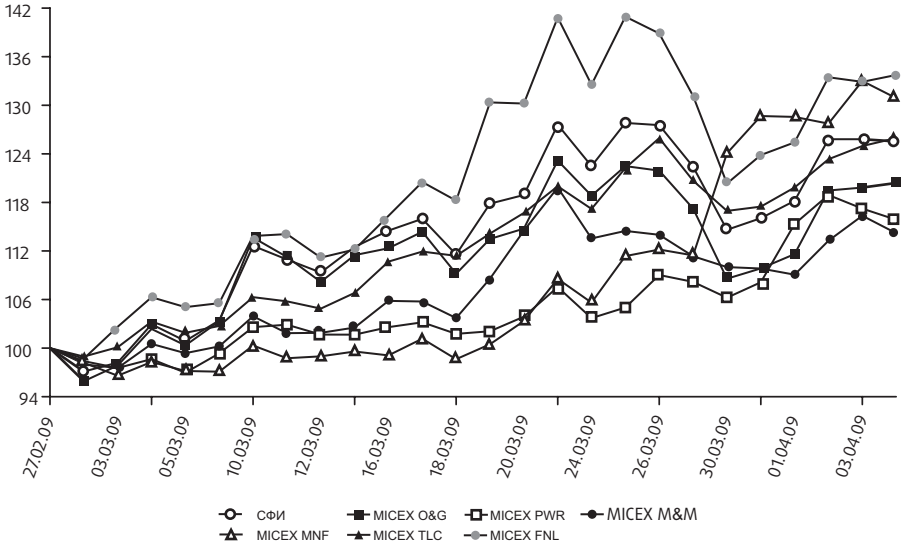
Торги на рынке акций РФ 10 марта после трехдневных выходных начались с резкого роста, а отечественные фондовые индикаторы обновили годовые максимумы, в частности, индекс РТС взлетел более чем на 10%, превысив 630 пунктов, а индекс ММВБ прибавил 9% и достиг уровней ноября 2008 года — 750 пунктов.

В лидерах роста выступили ценные бумаги ВТБ на новостях о намерении банка разместить допэмиссию обыкновенных акций на 200 млрд рублей с премией к рынку. В фаворитах также оказались бумаги производителей удобрений («Дорогобуж», «Уралкалий», «Акрон») на новостях о том, что «Уралкалий» затратит на компенсацию ущерба от аварии в Березниках в 2006 году сумму меньшую (порядка 7,8 млрд рублей), чем ранее ожидал рынок.

Поддержку российской нефтянке, помимо выросшей нефти, оказали также новости об очередном снижении экспортных пошлин на нефть с 1 апреля до 108–112 долларов за тонну (в марте пошлина составляла 115,3 долларов за тонну).

Дальнейшее движение отечественного рынка акций вверх было простимулировано падением доллара, взлетом нефти выше 50 долларов за баррель смеси WTI и подъемом мировых фондовых площадок на новостях от Федеральной резервной системы об увеличении денежной ликвидности финансового сектора путем выкупа облигаций. В частности, ФРС на своем очередном заседании 18 марта постановила сохранить целевой диапазон базовой процентной ставки от 0 до 0,25% годовых и заявила, что готова приобрести долгосрочные гособлигации на сумму до 300 млрд долларов для улучшения условий на кредитных рынках. Кроме того, американский ЦБ расширит программу покупки ипотечных ценных

Рис. **Динамика сводного и отраслевых фондовых индексов ММВБ в марте 2009 года**



Источник: ММВБ.

бумаг на 750 млрд долларов, доведя общую сумму их покупок до 1,25 трлн в текущем году, а также увеличит приобретение агентских долгов на 100 млрд долларов — до общей суммы в 200 млрд. Последний раз ФРС покупала долгосрочные госбумаги лишь в 60-х годах прошлого столетия.

Сообщения, свидетельствующие о переходе монетарных властей США к эмиссионным методам поддержки экономики, в частности, активизации денежной эмиссии для повышения доступности кредитов и снижения уровня долгосрочных процентных ставок, обрушили доллар на мировом рынке Forex, который начал активно сдавать позиции практически ко всем мировым валютам. При этом евро всего за один день (18 марта) вырос сразу на пять фигур — с 1,30 до 1,35 доллара, демонстрируя тем самым наиболее быстрые темпы роста за девять лет.

В интервью телекомпании CBS глава ФРС Бен Бернанке заявил, что в случае успешной реализации правительственных мер по стабилизации финансовой системы рецессия в США завершится уже в этом году, и экономика страны начнет расти в 2010 году. Кроме того, мировые инвесторы с оптимизмом восприняли обещания министров финансов стран G20 предпринять скоординированные меры для борьбы с мировой рецессией и решить проблему неликвидных финансовых активов.

Детали плана Обамы

Мировые фондовые рынки позитивно отреагировали и на обнародованные 23 марта Минфином США детали плана по расчистке балансов банков от «токсичных» активов. Предполагается, что, объединив возможности частных инвесторов и государства, удастся купить у банков «токсичные» активы на 500 млрд долларов, а в дальнейшем довести этот объем до 1 трлн долларов.

План, который является основным элементом программы Белого дома по выводу из кризиса финансовой индустрии США, включает в себя три элемента. Во-первых, это создание компании, которая будет покупать и держать проблемные активы, поддерживаемой Федеральной корпорацией по страхованию вкладов (Federal Deposit Insurance Corp).

Во-вторых, предполагается расширение недавно запущенной Федеральным резервом программы Term Asset-Backed-Securities Loan Facility (TALF), которая дает возможность банкам получать кредиты для покупки «свежих» пулов потребительских кредитов на «старые» проблемные займы. В-третьих, будут созданы частно-государственные фонды под руководством независимых управляющих для выкупа с рынка «токсичных» активов. Финансирование покупок будет софинансироваться государством в соотношении «50 на 50».

Идея реализовать план по расчистке балансов банков давно витала в воздухе. Соответствующие планы были объявлены еще осенью прошлого года тогдашним министром финансов США Генри Полсоном, однако в итоге он был вынужден отказаться от них из-за отсутствия рыночного механизма определения цен на «плохие» активы. Привлечение к реализации программы частных капиталов, как считает нынешний глава Минфина Тимоти Гайтнер, позволит решить эту задачу.

Мировые фондовые рынки позитивно отреагировали и на обнародованные 23 марта Минфином США детали плана по расчистке балансов банков от «токсичных» активов. Предполагается, что удастся купить у банков «токсичные» активы на 500 млрд долларов, а в дальнейшем довести этот объем до 1 трлн долларов.

Отечественный рынок

Индекс S&P 500 по итогам торгов 23 марта вырос более чем на 7%, составив 822,92 пункта. Взлет индикатора за день стал рекордным с 28 октября прошлого года. Инвесторы после нескольких недель ожидания с облегчением восприняли сообщение Минфина о деталях плана по выкупу активов.

В конце марта после нескольких недель активного роста на российском рынке акций прошла волна отрицательной коррекции — отечественные индексы не смогли закрепиться выше уровней сопротивления (750 пунктов по РТС и 850 пунктов по ММВБ) из-за начавшейся фиксации прибыли спекулянтами на фоне сползания мировых фондовых индексов и нефти. Негативом в Европе стали данные по ВВП Великобритании, который снизился в четвертом квартале 2008 года на 1,6% по сравнению с предыдущим кварталом, что является максимальным падением с 1980 года (эксперты ожидали снижения на 1,5%).

Кроме того, сырьевые и фондовые рынки отреагировали снижением на скачок доллара вверх на Forex вследствие заявления одного из чиновников министерства финансов Японии о том, что лидеры стран G20 не станут обсуждать необходимость новой резервной валюты на саммите 2 апреля в Лондоне.

На рынок также давили опасения вероятного банкротства ряда компаний американского автопрома — угроза банкротства нависла, в частности, над General Motors и Chrysler, после того как администрация Белого дома потребовала отставки главы GM и новых радикальных мер по реструктуризации компании в качестве условия выделения ей новых кредитов. При этом президент США заявил, что GM и Chrysler должны выжить без опе-

кунства государства, и предложил в качестве одного из вариантов выхода из кризиса рассмотреть возможность банкротства.

Показатели фондовых рынков стран с развивающейся экономикой, в частности БРИК, оказались значительно лучше динамики развитых рынков — США и стран Европы. Падение же европейских индексов было таким же значительным, а иногда и более значительным, чем в США.

Лидеры и аутсайдеры

По итогам марта фондовый индекс ММВБ вырос на 16%, рост индекса РТС составил 26,6%. В отраслевом разрезе картина рынка кардинально изменилась по сравнению с первыми двумя месяцами года. Из аутсайдеров в лидеры повышения вырвались ценные бумаги банковского сектора — обыкновенные акции «Сбербанка РФ» по итогам марта выросли в цене на ФБ ММВБ на 46%, привилегированные — на 27%, акции «ВТБ» прибавили за месяц 42%, а банка «Возрождение» — 36%. В группе лидеров оказались также бумаги «АвтоВАЗа» (рост более чем в два раза), девелоперских компаний «ПИК» (+96%) и «Система ГАЛС» (+72%), «РБК Информационные системы» (+53%), «Аэрофлота» (+50%).

В то же время акции «Белона» упали в марте на 20%, «ТГК-14» — на 13%, «Северстали» — на 11%, «ТГК-6» — на 10%, «Иркутскэнерго» и группы «Черкизово» — на 9%.

Интерес к банкам и финансовым компаниям «проснулся» после того, как мировые инвесторы поверили в то, что предпринимаемые правительствами и центральными банками многих стран меры дадут свой позитивный результат и банковский сектор станет первым, кто это почувствует. К тому же целый ряд банков как в США (Citigroup, Bank of America), так и Европе (британские Barclays и Standard Chartered, германский Deutsche Bank) заявили о том, что по итогам первых двух месяцев текущего года показали хорошие результаты.

Что касается АвтоВАЗа, то здесь свою позитивную роль сыграла информация от Минпромторга, предложившего выделить компании денежные средства в размере 25 млрд рублей через докапитализацию «Ростехнологий» с возможностью последующей их конвертации в акции автозавода. Кроме того, было принято решение о выделении «АвтоВАЗу» бридж-кредита на 8 млрд рублей со стороны «Сбербанка РФ» и «ВТБ».

Индексы emerging markets

Мировые фондовые рынки продемонстрировали различную динамику в первом квартале 2009 года, тогда как в конце прошлого года наблюдался одновременный спад. Показатели фондовых рынков стран с развивающейся экономикой, в частности БРИК, оказались значительно лучше динамики развитых рынков — США и стран Европы.

Несмотря на то, что поведение рынков в течение одного квартала не может говорить о формировании тренда, тем не менее текущая динамика свидетельствует о некотором ослаблении страха, доминировавшего ранее во всем мире. Трейдеры перестали «сливать» все акции без разбора и пытаются определить, какие вложения могут принести доход в тот момент, когда экономика начнет восстанавливаться. «Возможно, такая ситуация означает, что мы прошли острую фазу кризиса и вступили в хроническую», — считает главный инвестиционный директор компании Trilogy Global Advisors Уильям Стерлинг.

Индекс Dow Jones World, не учитывающий акции американских компаний, в первом квартале упал на 12% в долларовом выражении, а американский фондовый индекс Dow Jones Industrial Average снизился на 13%. При этом индекс MSCI Emerging Markets вырос в январе-марте на 0,5% в долларовом выражении и на 4% в валютах стран, входящих в его расчет.

В свою очередь бразильский и российский индикаторы подскочили на 9% (при расчете на основе национальных валют), рост индийского индекса был незначительным. При этом китайский Shanghai Composite взлетел на 30% (в 2008 году он рухнул на 65%). Поддержку фондовым рынкам emerging markets, по мнению аналитиков, оказали сигналы стабилизации китайской экономики, а также быстрый возврат некоторых инвесторов к рискованным инвестициям, наблюдавшийся в марте.

Рынки Японии и Канады продемонстрировали в прошедшем месяце менее слабую динамику, чем фондовый рынок США. Так, японский Nikkei опустился на 8%, а канадский S&P/TSX Composite — на 3%. Падение европейских индексов было таким же значительным, а иногда и более значительным, чем в США, — в частности, фондовые индикаторы Германии, Франции и Великобритании за квартал рухнули на 11–15%. ◻

Михаил Лауфер
президент ДКК

От дискуссии к практике

Модернизация системы учета прав на ценные бумаги в проекте создания международного финансового центра

Одобренные в начале февраля 2009 года Правительством России концепция и план действий по созданию в Москве международного финансового центра содержат, среди прочих, ряд мер, направленных на развитие эффективной финансовой инфраструктуры с учетом современных реалий кризиса, охватившего мировую финансовую систему.

Нормативного закрепления требует взаимодействие центральной депозитарной системы с другими учетными институтами.

В определенном смысле сам замысел создания международного финансового центра в разгар кризиса, помимо своей непосредственной цели, можно рассматривать как своего рода государственную стабилизационную меру, призванную решить накопившиеся за последние годы задачи развития инфраструктуры отечественного финансового рынка — как институциональной, так и правовой его составляющей. Предшествующий относительно длительный период стабильного поступательного развития финансового рынка, устойчивый рост фондовых индексов, увеличение капитализации российских компаний до рекордного значения, превысившего ВВП страны, позволяли на некоторое время отложить реализацию ряда важных решений, которые уже назрели в недрах самого рынка, но по ряду объективных причин не были приняты к исполнению и воплощены в соответствующих регулятивных нормах и действующих правовых актах.

Это относится и к регулированию учетной системы. Несмотря на активную работу регулирующих органов, в частности — ФСФР, направленную на совершенствование регулирования работы отечественного фондового рынка и подготовку проектов законов и подзаконных нормативных актов, до последнего времени практика деятельности ключевых отечественных инфраструктурных институтов, таких как биржи, депозитарии, реестродержатели, а также их отношения с иностранными контрагентами — институциональными инвесторами, глобальными кастодианами, иностранными цент-

В этой статье:

Предложения по законодательному построению центральной депозитарной системы.

Модернизация технологических решений.

Внедрение международно-признанных стандартов в работу ДКК.

ральными депозитариями и депозитарно-клиринговыми системами зачастую опережали действующие правовые акты. Между тем, в качестве необходимых мер по усилению государственного регулирования экономики в условиях кризиса безотлагательное совершенствование законодательно-регулирующей базы могло бы иметь важное значение как стимулирующий фактор дальнейшего развития отечественной учетной системы и институтов ее инфраструктуры.

Характерным примером тому может служить ситуация вокруг создания российского центрального депозитария или структуры, выполняющей его функции. Длительная и, как оказалось, неплодотворная дискуссия профучастников рынка, развернувшаяся вокруг основных положений проекта закона о центральном депозитарии, разработанного ФСФР, а также относительно целесообразности в принципе введения в российскую учетную систему института центрального депозитария привела к тому, что проект был отложен с неясными перспективами направлений и сроков его дальнейшей доработки, хотя уже в то время, когда разрабатывался закон, в России де-факто существовали два основных расчетных депозитария, обслуживающие организованные (биржевые) рынки и внебиржевой рынок, — депозитарии, которые по набору выполняемых функций могли претендовать на роль российского центрального депозитария. Сейчас, спустя два с половиной года после внесения проекта закона на рассмотрение в Государственную думу, он может вновь возродиться (при существенной модификации) в виде составной части плана действий по созданию международного финансового центра.

Согласно плану действий по созданию в Москве международного финансового центра, основой реформирования системы учета прав и расчетов по сделкам с ценными бумагами должна стать действующая двухполюсная институциональная модель центрального депозитария (одним из «полюсов» которой является ДКК), функциональное развитие которой приведет к формированию национальной централизованной системы учета прав на ценные бумаги. В качестве мер, тому способствующих, рассматривается выполнение тех же, в принципе, требований, что содержались и в упомянутом проекте закона о центральном депозитарии, относительно необходимости законодательного закрепления его статуса и требований к размеру собственных средств депозитария.

В проекте концепции и плана действий по созданию в Москве международного финансового центра изложены основные направления совершенствования правового обеспечения российской учетной системы. Формат документа не предусматривает детализации мер, необходимых для практической реализации содержащихся в нем важнейших стратегических решений. Выработка таких мер видится как очередной этап реализации плана, в котором должны быть максимально задействованы основные субъекты процесса — профессиональные участники фондового рынка, чья деятельность непосредственным образом связана с вопросами функционирования и модернизации существующей системы депозитарного учета и расчетов.

В частности, с точки зрения расчетного депозитария ДКК, было бы целесообразным, в развитие мер, нашедших отражение в проекте, законодательное закрепление равного положения депозитариев, составляющих центральную депозитарную систему (расчетных депозитариев — центральных учетных институтов), — прежде всего касательно прав обслуживания бирж и иных организаторов торговли ценными бумагами. Нормативного закрепления требуют вопросы взаимодействия центральной депозитарной системы с другими учетными институтами, а также порядок взаимодействия центральных учетных институтов центральной депозитарной системы с национальной платежной системой и обеспечение вывода иностранных ценных бумаг на российский рынок через центральную депозитарную систему учета прав на ценные бумаги.

Кроме того, на наш взгляд, необходимо устранить давнюю коллизию статей 6, 9 и 12 Федерального Закона «О валютном регулировании и валютном контроле» путем расширения операций, по результатам исполнения которых денежные средства могут зачисляться на банковские счета российских депозитариев, не являющихся кредитными организациями по законодательству Российской Федерации, в иностранных кредитных

организациях, включив в число этих операций возможность получения доходов по иностранным ценным бумагам и денежных средств при расчетах между участниками сделок с ценными бумагами. Необходимо внести в перечень разрешенных валютных операций, содержащийся в статье 9 Закона, операции с внешними ценными бумагами, разрешив расчеты по этим операциям в том числе через счета российских депозитариев в иностранных депозитариях и иностранных кредитных организациях.

Также имеет смысл внести изменения в статью 7 Федерального закона «О рынке ценных бумаг», предусмотрев возможность депозитария не только получать доходы по ценным бумагам для клиента, но и осуществлять контроль поставки против платежа при исполнении сделок через банковский счет депозитария в российской или иностранной кредитной организации.

Наконец, важным было бы предоставить иностранным депозитариям возможность открытия счетов номинального держателя в российских депозитариях и кастодианах.

В предложенном проекте по созданию международного финансового центра упомянутые проблемы, в целом, нашли свое отражение. В случае успешной реализации, предложенные меры по совершенствованию правового поля деятельности центральной депозитарной системы могли бы способствовать скорейшей адаптации внутренних норм российского права к международным нормам, что обеспечило бы беспрепятственное вхождение российского рынка в глобальный. Прозрачное правовое регулирование, унификация функций центральных институтов учетной системы, безусловно, облегчат выход на российский фондовый рынок иностранных инвесторов, а также расширят номенклатуру ценных бумаг, обращающихся на российском биржевом и внебиржевом рынках.

Помимо совершенствования нормативного регулирования в части построения улучшенной модели централизованной расчетно-депозитарной системы, перед отечественной учетной системой стоит ряд задач в области модернизации применяемых технологических решений. Этот аспект проблемы также нашел свое отражение в проекте плана действий по созданию в Москве международного финансового центра.

При том что предложений серьезных организационных изменений сложившейся торговой и учетной инфраструктуры проект не содержит, в нем говорится о необходимости поддержки «высокого уровня технологий и конкурентоспособных стандартов». И хотя речь в данном случае идет о торговых системах, это требование в полной мере можно отнести и к развитию централизованной расчетно-депозитарной системы, о законодательном оформлении деятельности которой говорилось выше.

В качестве основного технологического требования в части совершенствования работы звеньев централизованной расчетно-депозитарной системы в проекте выдвигается задача унификации стандартов их деятельности, максимального упрощения взаимодействия между ними и снижения транзакционных издержек такого взаимодействия для их клиентов. Естественно, что развитие централизованной расчетно-депозитарной системы и взаимосвязей между ее отдельными звеньями и внешними контрагентами должно происходить на базе полномасштабного электронного документооборота, строящегося на основе международно-признанных стандартов и форматов электронных сообщений.

Подобные требования не являются новаторскими для российского рынка депозитарных услуг. Международные аудиторские организации, проводящие регулярные проверки работы депозитариев, постоянно высказывают пожелания относительно использования международно-признанных стандартов в качестве критерия обеспечения их надежности. Современный расчетный депозитарий, ориентирующийся в своей деятельности на поддержание полного спектра услуг и расширение клиентской базы, при формировании приоритетов развития в значительной степени опирается на рекомендации, полученные в ходе таких аудиторских проверок.

В 2007 году аудиторская компания КПМГ (KPMG Ltd.) провела операционный аудит ДКК по стандартам SAS-70 Американского института дипломированных независимых бухгалтеров (AICPA). А в прошлом году большая часть рекомендаций КПМГ ДКК в области надежности резервирования данных, контроля операционных рисков, анализа новых технологических решений с точки зрения реализации рисков компании была уже выполнена. В частности, приведена в соответствие с международным стандартом ISO/IEC 27001 – 2005 система управления информационной безопасностью, модернизированы системы восстановления бизнеса компании в случае возникновения чрезвычайных ситуаций.

ДКК поддерживает высокий уровень автоматизации операций. Электронный документооборот ДКК построен на основе применения международных стандартов электронных сообщений, принятых во всем мире. Это относится

Согласно плану действий по созданию в Москве международного финансового центра, основой реформирования системы учета прав и расчетов по сделкам с ценными бумагами должна стать действующая двухполюсная институциональная модель центрального депозитария.

Результаты аудиторских проверок, проведенных признанными международными компаниями, свидетельствуют о немедленной практической готовности ДКК к выполнению тех функций, которые будут возложены на центральный институт российской центральной депозитарной системы в рамках плана по созданию в Москве международного финансового центра.

к любым используемым каналам передачи данных. ДКК поддерживает действующий стандарт сообщений SWIFT ISO 15022 и готовится к переходу на новый стандарт ISO 20022. Сообщения, принимаемые и отправляемые ДКК по иным, нежели SWIFT, каналам, также основаны на соблюдении принципов ISO 15022.

ДКК внедрила в опытную эксплуатацию новую расчетно-депозитарную систему, созданную для нее признанным международным разработчиком компьютерных технологий для финансовых рынков, компанией CMA Small Systems. Принципами построения нового программного комплекса стали интеграция его в существующую и будущую инфраструктуру, следование стандартам ISO15022, XML, ISO20022-UNIFI, а также учет требований законодательства и рекомендаций международных институтов G30, IOSCO, ISSA.

Предваряя шаги по выстраиванию центральной расчетно-депозитарной системы, ДКК внедрила схему междепозитарных расчетов для сокращения времени на перевод ценных бумаг. Схема междепозитарного взаимодействия — улучшенная схема ускоренных расчетов — позволяет сократить время на перевод ценных бумаг и оптимизировать расчеты по сделкам, заключенным между клиентами ДКК и ING Wholesale Banking, и клиентами ЗАО КБ «Ситибанк», а также снизить издержки участников расчетов. Улучшенная схема ускоренных расчетов позволяет депонентам ускорить расчеты по операциям с акциями 340 российских эмитентов — более 500 выпусков ценных бумаг. Она упрощает взаимодействие между российским и иностранными рынками, в частности, ускоряя процесс выпуска и погашения депозитарных расписок на акции российских эмитентов.

В соответствии с международными стандартами в ДКК ведется разработка программ планирования непрерывности бизнеса, в которых нашли отражение вопросы информационной безопасности, кадровой политики, управления проектами. В качестве методологической базы для разработки плана непрерывности деятельности ДКК определила для себя стандарт BS 25999, отвечающий лучшим мировым практикам управления и восстановления инфраструктуры компании в чрезвычайных ситуациях. Проводится работа по адаптации описанных в стандарте методов к потребностям и особенностям компании, созданы антикризисный комитет и комитет по чрезвычайным ситуациям.

Высокая степень адаптации бизнес-процессов ДКК к международно-признанным стандартам нашла отражение в соответствующем международном рейтинге центрального депозитария. В прошлом году аудиторская компания «Томас Мюррей» повысила рейтинг ДКК до уровня A+ (отвечает среднему уровню рейтингов западноевропейских центральных депозитариев) со стабильным прогнозом, что соответствует низкому уровню риска. Рейтинги трех из шести компонентов интегрального рейтинга Томас Мюррей были при этом повышены: оценка риска обязательств по активам (Asset Commitment Risk) и финансового риска (Financial Risk) — до уровня A+, а оценка риска ликвидности (Liquidity Risk) до уровня A.

Хотя прогноз рейтинга — «стабильный», что означает отсутствие факторов, которые могли бы негативно повлиять на присвоенный рейтинг A+, ДКК проводит ряд мероприятий, направленных на снижение уровня рисков в будущем. В частности, это внедрение полномасштабной программы усовершенствования внутренней системы управления рисками и усиления внутреннего контроля, реинжиниринг бизнес-процессов.

Результаты аудиторских проверок, проведенных признанными международными компаниями с присвоением соответствующего фактическому статусу ДКК высокого уровня рейтинга, свидетельствуют о немедленной практической готовности ДКК к выполнению тех функций, которые будут возложены на центральный институт российской центральной депозитарной системы в рамках плана по созданию в Москве международного финансового центра. ◻

Ирина Стёпина
генеральный директор ООО «СН-Аудит»

Налоги с убытка

Брокерскому сообществу следует добиваться изменений в действующем налоговом законодательстве

Рынок деривативов в России развивается хорошими темпами. Но мог бы развиваться быстрее, если бы не определенные препятствия, едва ли не основным из которых является несовершенный порядок налогообложения. Причем нельзя сказать, что это несовершенство является секретом для участников рынка.

Нормы налогового законодательства по НДФЛ от реалий биржевой торговли явно отстают.

Состояние срочного рынка

В принципе, срочный рынок в России существует не так уж давно. Однако на данный момент РТС (FORTS) располагает вполне внушительной линейкой инструментов срочного рынка в 48 контрактов (31 фьючерс и 17 опционов). Помимо контрактов на акции и облигации российских эмитентов и Индекс РТС, здесь присутствуют контракты на короткие процентные ставки, валюту, нефть, золото, серебро, дизельное топливо и сахар. РТС совместно с Метеорологическим агентством Росгидромета приступили к разработке спецификаций фьючерсных контрактов на погоду. На ММВБ торгуются фьючерсы на зерновые. Клиенты российских брокерских компаний совершают сделки с товарными фьючерсами и опционами на Нью-Йоркской (NYSE) и Лондонской (LSE) фондовых биржах. Динамика развития вполне хороша.

Налоговое законодательство по НДФЛ

Однако нормы налогового законодательства по НДФЛ от реалий биржевой торговли явно отстают.

Налоговое законодательство для юридических лиц по налогу на прибыль содержит специальную норму (ст. 301 НК РФ) по расчету налогооблагаемой базы по операциям с финансовыми инструментами срочных сделок (ФИСС), не ограничивающую предмет срочной сделки: им может быть иностранная валюта, ценные бумаги, иное имущество и имущественные права, а также процентные ставки, кредитные ресурсы, индексы цен или процентных ставок, другие финансовые инструменты срочных сделок.

Налоговое законодательство по налогу на доходы физических лиц также содержит специальную норму (ст. 214.1 НК РФ) по налогообложению доходов от операций с ценными бумагами

В этой статье:

Особенности налогообложения физических лиц по операциям на фондовом рынке.

Роль брокера в уплате НДФЛ по операциям на срочном рынке.

Необходимость внесения изменений в законодательство по НДФЛ.

Проблемы налогообложения при дефолте по облигациям.

и ФИСС, базовыми активами по которым являются ценные бумаги и фондовые индексы. Однако круг базисных активов срочных сделок для физических лиц ограничен данной статьей. В перечне инструментов, порядок налогообложения которых регламентирует данная статья, отсутствуют ФИСС на товары, валюту, процентные ставки и прочие базисные активы.

Доходы от указанных операций не предусмотрены также обновленными кодами видов доходов по НДФЛ (Приказ ФНС от 30.12.2008 №ММ-3-3/694@).

Однако практика работы фондового рынка все равно заставляет бухгалтеров брокерских компаний решать вопросы налогообложения НДФЛ операций клиентов — физических лиц в части операций со срочными контрактами, в том числе таких сделок, базисным активом по которым являются товары, валюта, процентные ставки.

Как брокерским компаниям решать данную задачу: должны ли они исполнять функции налогового агента в части НДФЛ по указанным операциям?

По общему правилу, в случае отсутствия в налоговом законодательстве частной нормы действует общая норма. То есть налоговая база по указанным операциям может быть рассчитана в общем порядке, нормы статьи 214.1 НК РФ при этом не применяются. Именно такая позиция была озвучена в Письмах департамента налоговой и таможенной политики Минфина РФ от 29 октября 2007 г. № 03-04-05-01/349 и от 31 декабря 2008 г. №03-04-06-01/395. Однако более детально порядок налогообложения в этих письмах не определён. В Письме Минфина РФ от 18 ноября 2008 г. №03-04-06-01/340 С.В. Разгулин немного корректирует свою позицию и говорит, что нормы статьи 214.1 НК РФ к указанным сделкам не применяются, но брокер при этом признается налоговым агентом.

Рассмотрим общий порядок налогообложения, который предлагается использовать в данной ситуации.

Согласно п. 2 статьи 226 НК РФ, исчисление сумм и уплата налога производятся в отношении всех доходов налогоплательщика, источником которых является налоговый агент, за исключением доходов, в отношении которых исчисление и уплата налога осуществляются в соответствии со статьями 214.1, 227 и 228 НК РФ.

В соответствии с нормой статьи 214.1 НК РФ, налоговым агентом в отношении доходов по операциям физических лиц с ценными бумагами и операциям с ФИСС, базовым активом по которым являются ценные бумаги и фондовые индексы, признается брокер, доверительный управляющий или иное лицо, совершающее операции по договору поручения, договору комиссии, иному договору в пользу налогоплательщика. Поскольку порядок налогообложения доходов по товарным, валютным и прочим срочным сделкам не регулируется статьей 214.1 НК РФ, то брокерская компания не является налоговым агентом по указанным операциям.

В данной ситуации брокер не является также источником выплаты дохода. Следовательно, исчисление и уплату налога (в соответствии с нормой пп. 4 п. 1 ст. 228) физические лица, получающие доходы, обязаны производить самостоятельно.

Тем не менее клиент может уполномочить брокера на представительство в налоговых органах в части уплаты налога по указанным операциям. В соответствии с нормами п. 1 статьи 26 НК РФ налогоплательщик может участвовать в отношениях, регулируемых законодательством о налогах и сборах, через законного или уполномоченного представителя. Полномочия представителя должны быть документально подтверждены.

Практика работы фондового рынка заставляет бухгалтеров брокерских компаний решать вопросы налогообложения НДФЛ операций клиентов — физических лиц в части операций со срочными контрактами, в том числе таких сделок, базисным активом по которым являются товары, валюта, процентные ставки.

Таким образом, клиент — физическое лицо может уполномочить брокера на выполнение обязанностей по исчислению налога, подаче налоговой декларации и уплате налога из доходов физического лица брокером в налоговые органы за налогоплательщика путем выдачи нотариально удостоверенной доверенности в части налогообложения доходов по операциям со срочными сделками, базисным активом по которым не являются ценные бумаги или фондовые индексы.

Казусы налогообложения

При решении вопроса о привлечении налогоплательщика к ответственности за то или иное нарушение законодательства о налогах и сборах действия (бездействие) его представителя расцениваются как действия (бездействие) самого налогоплательщика. То есть действующее налоговое законодательство не предусматривает штрафных санкций для представителя налогоплательщика за нарушение норм налогового законодательства. Последствия ненадлежащего исполнения законным или уполномоченным представителем возложенных на него обязанностей в сфере налогообложения определяются для последнего правилами соответственно гражданского или трудового законодательства.

Применение общего порядка налогообложения указанных операций создает ещё проблему невозможности учета убытков для целей НДФЛ по операциям с ФИСС, базовым активом по которым не являются ценные бумаги или фондовые индексы.

При определении налогооблагаемой базы по операциям с ФИСС, базовым активом по которым не являются ценные бумаги и фондовые индексы, не применимы нормы статьи 214.1 НК РФ. А норма пп. 1 п. 1 статьи 220 НК РФ не предусматривает применение имущественных вычетов в виде расходов на премию по опционам и отрицательную вариационную маржу по фьючерсным контрактам, поскольку не допускает применения имущественных вычетов в виде затрат на приобретение ценных бумаг вообще.

Таким образом, применяя общий порядок налогообложения по НДФЛ к операциям с ФИСС с товарными базисными активами, мы получаем ситуацию, при которой доходы по операциям будут формировать налогооблагаемую базу по НДФЛ, а расходы не будут учитываться. То есть при наличии убытка по операциям с товарными фьючерсами и опционами в целом физическое лицо будет вынуждено заплатить налог с доходных сделок.

Применение общего порядка налогообложения НДФЛ к ФИСС с товарными базисными активами нарушает принцип равенства налогообложения, предусмотренный нормой п. 1 статьи 3 НК РФ. Поскольку при формировании налогооблагаемой базы по налогу на прибыль для юридических лиц по операциям с ФИСС (ст. 304 НК РФ), а также в случае НДФЛ по операциям с ФИСС, базовым активом по которым являются ценные бумаги и фондовые индексы, убытки по этим операциям учитываются в пределах доходов по соответствующей категории ценных бумаг.

Указанная ситуация требует внесения изменений в действующее налоговое законодательство по НДФЛ, поскольку порядок налогообложения операций с ФИСС с товарными и прочими базисными активами создает налоговые ограничения для работы физических лиц с этими инструментами.

В принципе, этот вопрос дискутируется в профессиональном сообществе уже достаточно давно. Однако брокерскому сообществу, если оно стремится к практическому решению этой проблемы, следует проявлять постоянную активность и добиваться результата.

Если эмитент объявил дефолт

Дефолт — основная проблема на сегодняшнем облигационном рынке. После объявления эмитентом дефолта владельцы облигаций начинают процедуру взыскания долга, исход которой в условиях кризиса неочевиден. Как долго владелец облигаций должен отражать в учете для налога на прибыль купонный доход, заявленный в условиях выпуска, но фактически не выплачиваемый эмитентом?

Рассмотрим вопросы начисления купонного дохода при истребовании долга в судебном порядке.

Решение этого вопроса строится на нормах гражданского, процессуального и налогового законодательства.

Права требования владельцев облигаций

В соответствии с нормами гражданского законодательства (статья 816 ГК РФ) облигация — ценная бумага, оформляющая отношения договора займа.

Облигация представляет собой публичный договор займа эмитента с заёмщиками, оформленный в соответствии с правилами, определяемыми уполномоченным органом испол-

Применяя общий порядок налогообложения по НДФЛ к операциям с ФИСС с товарными базисными активами, мы получаем ситуацию, при которой доходы по операциям будут формировать налогооблагаемую базу по НДФЛ, а расходы не будут учитываться.

нительной власти (Приказом ФСФР от 25.01.2007 г. № 07-4/пз-н «Об утверждении Стандартов эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг»), и предусматривающий государственную регистрацию выпуска и регистрацию проспекта эмиссии облигационного займа.

Соответственно к обязательствам по облигациям применимы нормы Гражданского кодекса РФ в части обязательств по договору займа (гл. 42 ГК РФ), а также порядка изменения и расторжения договора (гл. 29 ГК РФ).

Согласно п. 1 статьи 809 ГК РФ, если иное не предусмотрено законом или договором займа, заимодавец имеет право на получение с заемщика процентов на сумму займа в размерах и в порядке, определенных договором. То есть право на получение купонного дохода и суммы основного долга от эмитента держатель облигации имеет в соответствии с заявленными в условиях выпуска условиями (по сроку и размеру дохода).

Последствием нарушения заемщиком условий договора займа согласно нормам статьи 811 ГК РФ являются санкции за пользование чужими денежными средствами вследствие их неправомерного удержания, уклонения от их возврата, иной просрочки в их уплате в размере, предусмотренном п. 1 статьи 395 ГК РФ (учетной ставкой банковского процента на день исполнения денежного обязательства в месте нахождения юридического лица, кредитора), со дня, когда она должна была быть возвращена, до дня ее возврата заимодавцу независимо от уплаты процентов, предусмотренных п. 1 статьи 809 ГК РФ.

В соответствии с нормами действующего гражданского законодательства, в случае несвоевременной уплаты купонного дохода или погашения основной суммы долга заемщик обязан в рамках сроков облигационного займа уплатить проценты в сумме объявленного купонного дохода, предусмотренные условиями выпуска, а по истечении сроков облигационного займа и до момента исполнения обязательств по займу — санкции за неправомерное пользование чужими денежными средствами.

Возможность изменения или расторжения договора облигационного займа не предусмотрена нормами действующего законодательства.

Изменение или расторжение договора согласно п. 1 статьи 452 ГК РФ совершается в той же форме, что и договор. Норма действующего законодательства — Положение о порядке приостановления эмиссии и признания выпуска ценных бумаг несостоявшимся или недействительным (утв. постановлением ФКЦБ от 31.12.1997 № 45) — не предусматривает процедуру перерегистрации выпуска ценных бумаг или их аннулирование в случае неплатежеспособности эмитента. Аннулирование выпуска производится только в случае признания выпуска недействительным или ликвидации эмитента.

Расторжение договора облигационного займа возможно только на основании норм статьи 419 ГК РФ, согласно которой обязательство прекращается ликвидацией юридического лица.

Взыскание обязательства по договору займа включает судебное производство по взысканию долга по купону и сумме основного долга по облигациям с эмитента, исполнительное производство по вступившему в силу решению суда, а в случае невозможности исполнения решения суда по взысканию долга, либо в ином случае — возбуждение производства о признании эмитента банкротом, а возможно и о ликвидации эмитента как юридического лица.

Между датой объявления дефолта (невыполнения обязательств по выплате купона или погашения основного долга) до ликвидации юридического лица существует многостадийная судебная процедура, исход которой может и не закончиться ликвидацией заемщика как юридического лица.

Налоговый учет доходов владельцев облигаций

Проанализируем нормы действующего налогового законодательства в части начисления доходов в налоговом учете заимодавца от момента объявления дефолта до завершения процедуры ликвидации юридического лица.

В целях налогового учета по налогу на прибыль в составе внереализационных доходов учитываются:

- проценты, по договорам займа, кредита, банковского счета, банковского вклада, а также по ценным бумагам и другим долговым обязательствам (п. 6 статьи 250 НК РФ), то есть величина купонного дохода, обусловленная условиями выпуска,
- санкции за нарушение договорных обязательств в виде признанных должником или подлежащих уплате должником на основании решения суда, вступившего в законную силу, штрафов, пеней и (или) иных санкций, исчисленных в соответствии с договором или нормами статьи 395 ГК РФ (п. 3 статьи 250 НК РФ).

Пункт 6 статьи 271 НК РФ содержит специальную норму по дате признания доходов в виде процентов по договорам займа — доход признается полученным и включается в состав соответствующих доходов на конец соответствующего отчетного периода.

Момент признания в налоговом учете санкций за нарушение договорных обязательств согласно пп. 4 п. 4 статьи 271 НК РФ — это дата признания должником либо дата вступления в законную силу решения суда — по доходам в виде штрафов, пеней и (или) иных санкций за нарушение договорных или долговых обязательств, а также в виде сумм возмещения убытков (ущерба).

В соответствии с нормами налогового законодательства по налогу на прибыль основанием для начисления в налоговом учете дохода в виде процентов (купона) по облигациям являются условия и сроки, предусмотренные в условиях выпуска облигационного займа, зафиксированные в проспекте эмиссии. Начисление санкций за неисполнение долгового обязательства или несвоевременное исполнение обязательства (несвоевременное погашение купона или основного долга, отказ от выкупа по оферте и т.д.) производится в случае признания должником санкций либо по дате вступления в законную силу решения суда.

Прекратить начисление НКД в размере и в сроки, предусмотренные условиями выпуска, и списать начисленные ранее НКД в составе внереализационных расходов в соответствии с нормами пп. 2 п. 2 статьи 265 НК РФ для целей налогообложения прибыли возможно только в случае признания задолженности по облигационному займу безнадежной.

Подача документов в суд первой инстанции, получение решения суда первой инстанции, не является основанием для признания долга не реальным к взысканию.

Безнадежными долгами (долгами, не реальными к взысканию) признаются те долги перед налогоплательщиком, по которым:

- истек установленный срок исковой давности (статья 196 ГК РФ);
- в соответствии с гражданским законодательством обязательство прекращено вследствие невозможности его исполнения (статья 416 ГК РФ);
- на основании акта государственного органа (статья 417 ГК РФ);
- или ликвидации организации (статья 419 ГК РФ).

При этом долги, не реальные к взысканию, списываются в составе внереализационных расходов с момента исключения должника из ЕГРЮЛ.

Не рассматривая случаи истечения срока исковой давности (без использования судебной процедуры взыскания долга) и ликвидации организации, проанализируем понятие невозможности исполнения обязательства, на основании акта государственного органа с точки зрения норм действующего гражданского законодательства, поскольку налоговое законодательство не раскрывает указанное понятие.

Согласно п. 1 статьи 11 НК РФ институты, понятия и термины гражданского, семейного и других отраслей законодательства РФ, используемые в НК РФ, применяются в том значении, в каком они используются в этих отраслях законодательства, если иное не предусмотрено Кодексом.

Согласно п. 1 статьи 126 Федерального закона от 26.10.2002 № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)» с даты принятия арбитражным судом решения о признании должника банкротом и об открытии конкурсного производства прекращается начисление процентов, неустоек (штрафов, пеней) и иных санкций за неисполнение или ненадлежащее исполнение денежных обязательств и обязательных платежей, за исключением текущих платежей, а также процентов, предусмотренных настоящей статьей.

Все обязательства должника разграничиваются на две группы: подлежащие включению в реестр кредиторов и текущие. Для первых в процедурах банкротства установлено особое правовое регулирование их исполнения. Вторые подлежат исполнению в обычном порядке с учетом ограничений, определенных законом для отдельных процедур. У кредиторов по текущим обязательствам сохраняется возможность требования исполнения должником своих обязательств вплоть до взыскания задолженности в судебном порядке. Однако такое право не позволяет включать их в реестр требований кредиторов и считать лицами, участвующими в деле о банкротстве.

В соответствии с нормой статьи 5 Федерального закона от 26.10.2002 № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)» под текущими платежами понимаются денежные обязательства и обязательные платежи, возникшие после даты принятия заявления о признании должника банкротом. Возникшие после возбуждения производства по делу о банкротстве требования кредиторов об оплате поставленных товаров, оказанных услуг и выполненных работ являются текущими.

Нормы действующего законодательства о несостоятельности (банкротстве) регламентируют прекращение начисления санкций за неисполнение денежных обязательств, за исключением текущих платежей и процентов. Вопрос о текущих платежах, о включении процентов по заемным обязательствам в конкурсную массу или в текущие платежи на сегодняшний день остается окончательно не решенным, что подтверждает неоднозначность правоприменительной практики по этому вопросу.

Часть судебных решений включает требования об уплате процентов по долговым обязательствам в состав конкурсной массы вместе с штрафными санкциями, ограничивая начисление процентов за пользование денежными средствами по основному долгу началом конкурсного производства (Постановление Федерального арбитражного суда Центрального округа от 21.05.2007 г. № А48-3256/06-9), другая часть разделяет понятие платы за пользование денежными средствами и санкции за неисполнение договорных обязательств. В связи с этим суды приходят к выводу, что начисление платы за пользование кредитными средствами является платой за пользование кредитами (п. 1 статьи 809 ГК РФ), а не санкцией за неисполнение договорных обязательств, а начисление платы за пользование кредитом в силу ст. 809 ГК РФ не прекращается с при-

знанием должника банкротом (Постановление Федерального арбитражного суда Поволжского округа от 05.06.2008 № А57-15487/2006-31). Постановлением Федерального арбитражного суда Уральского округа от 27.03.2008 г. № Ф09-1953/08-С5 суд также признал сумму процентов за пользование кредитом в составе текущих обязательств должника подлежащей удовлетворению вне очереди за счет конкурсной массы должника. Указанные разногласия федеральных судебных решений должны быть устранены постановлением Пленума высшего арбитражного суда. До его решения правоприменительная практика будет оставаться противоречивой.

Следует отметить, что позицию, благоприятную для налогоплательщиков, кредиторов, поддержал Минфин РФ в ряде адресных писем (Письмо Департамента налоговой и таможенно-тарифной политики Минфина РФ от 3 июня 2008 г. № 03-03-06/2/64, от 26.01.2006 г. № 03-03-04/2/18, от 23.10.2006 г. № 03-03-04/2/224).

Однако позиция Минфина, по нашему мнению, под влиянием арбитражной практики может быть откорректирована, поскольку в письмах Минфина РФ задолженность по процентам по основному долгу отождествляется с санкциями за неправомерное пользование денежными средствами, что произошло в результате неполного цитирования норм закона. Так, в письме Департамента налоговой и таможенно-тарифной политики Минфина РФ от 3 июня 2008 г. № 03-03-06/2/64 имеется ссылка на норму Закона «О несостоятельности (банкротстве)», приведенная в усеченном объеме: «Согласно пункту 1 статьи 126 Федерального закона от 26.10.2002 № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)» с даты принятия арбитражным судом решения о признании должника банкротом и об открытии конкурсного производства прекращается начисление неустоек (штрафов, пеней), процентов и иных финансовых санкций по всем видам задолженности должника. (*Часть фразы закона «за исключением текущих платежей, а также процентов, предусмотренных настоящей статьей» в тексте письма опущена.* — И.С.) Таким образом, с даты открытия в отношении должника конкурсного производства на основании решения арбитражного суда в налоговом учете начисление дохода в виде процентов по долговым обязательствам должника прекращается».

Напоминаем, что письменные разъяснения Минфина РФ, подготовленные по обращениям налогоплательщиков, как правило, адресованы конкретным заявителям, поэтому распространение содержащихся в них мнений и заключений на все прочие случаи другими налогоплательщиками осуществляется под ответственность налогоплательщика. При этом выполнение налогоплательщиком письменных разъяснений, которые были адресованы не ему, не влечет за собой применение норм п. 8 статьи 75 и пп. 3 п. 1 статьи 111 Налогового кодекса Российской Федерации о неначислении пени на сумму недоимки по налогу и не является обстоятельством, исключающим вину налогоплательщика.

По нашему мнению, решение о начислении в налоговом учете по налогу на прибыль купонного дохода в период осуществления процедуры банкротства должно строиться исходя из решений суда о несостоятельности эмитента о включении требований кредитора в состав конкурсной массы или текущих платежей.

Если требования организации-кредитора по уплате НКД судом о несостоятельности эмитента включены в перечень текущих платежей, то начисление купонного дохода в налоговом учете по налогу на прибыль не прекращается в пределах сроков и в размере условий облигационного выпуска до признания судом невозможности удовлетворения требований кредитора в части погашения купонного дохода или ликвидации эмитента. Если же арбитражный суд включит требования по уплате купонного дохода в состав конкурсной массы, то, следуя разъяснениям Минфина, можно прекратить начисление купонного дохода для целей расчетов по налогу на прибыль, располагая адресным письмом Минфина РФ по данному вопросу.

Таким образом, на стадии арбитражного производства по истребованию долга у эмитента облигационного займа, в соответствии с нормами действующего гражданского, процессуального и налогового законодательства, надлежит начислять купонный доход в соответствии с условиями, зарегистрированными в проспекте эмиссии, до момента признания долга невозможным к взысканию.

Приведенные нормы действующего законодательства в условиях экономического кризиса создают неоправданную налоговую нагрузку для организаций, готовых предоставить временно свободные денежные средства предприятиям, испытывающим острую нехватку денежных ресурсов. Должны быть инициированы поправки в п. 6 статьи 271 НК РФ о начислении дохода в виде процентов по договорам займа по факту их получения (кассовый метод). ◻

Аркадий Смирнов
УК «Флеминг Фэмили энд партнерс»
советник по юридическим вопросам

Не бей Фому за Еремину вину

Главная причина убытков пенсионных фондов в 2008 году — неправильная оценка инвестиционных рисков

В последнее время в СМИ появилась масса материалов, возлагающих на управляющие компании ответственность за убытки, показанные подавляющим большинством негосударственных пенсионных фондов по итогам 2008 года, но действительно ли именно управляющие стали причиной убытков.

Виноваты ли управляющие в убытках НПФ

Ситуация в прессе выглядит таким образом, что в убытках фондов виноваты исключительно управляющие, которые имеют формальные обязательства по компенсации фондам убытков от размещения ими пенсионных резервов в ценные бумаги.

Каждый конкретный случай взаимоотношений между управляющим и пенсионным фондом, безусловно, должен рассматриваться отдельно с учетом деталей заключенного между фондом и управляющим договора доверительного управления.

Тем не менее необходимо отметить следующие характерные обстоятельства:

- управляющие (в подавляющем большинстве) при управлении пенсионными резервами не нарушали договорных обязательств и требований нормативных актов;
- широко распространенное в среде руководителей пенсионных фондов мнение, гласящее, что управляющий должен вернуть фонду ровно столько же активов, сколько получил в управление, не основано на законе;
- Высшим арбитражным судом Российской Федерации (ВАС РФ) сформулирована правовая позиция, согласно которой условие о гарантированном доходе учредителя, включенное в договор доверительного управления, является ничтожным;
- ВАС РФ сформулирована правовая позиция, согласно которой доверительный управляющий не несет перед учредителем ответственности за невыполнение обязательств третьими лицами.

В этой статье:

Убытки НПФ по итогам 2008 года.

Правовая позиция ВАС РФ.

Ошибочное толкование нормы ч. 3, ст. 25 ФЗ «О негосударственных пенсионных фондах».

Перспективы удовлетворения судом формальных требований к УК.

Согласно ч. 1 ст. 1022 ГК РФ доверительный управляющий, не проявивший при доверительном управлении имуществом должной заботливости об интересах выгодоприобретателя или учредителя управления, возмещает выгодоприобретателю упущенную выгоду за время доверительного управления имуществом, а учредителю управления убытки, причиненные утратой или повреждением имущества, с учетом его естественного износа, а также упущенную выгоду. Кроме того, доверительный управляющий несет ответственность за причиненные убытки, если не докажет, что эти убытки произошли вследствие непреодолимой силы либо действий выгодоприобретателя или учредителя управления.

В гипотезе приведенной выше нормы ГК РФ есть два существенных элемента, без определения которых ее применение невозможно. В частности, должная заботливость применительно к управлению активами на рынке ценных бумаг предполагает, что управляющий:

- выполнял все условия договора доверительного управления и многочисленные правила, регулирующие его деятельность;
- результаты деятельности управляющего сопоставимы с основными рыночными показателями.

Более того, ГК РФ допускает управление ценными бумагами и денежными средствами лишь в случаях, специально предусмотренных законами (ч. 2 ст. 1013 ГК РФ и ст. 1025 ГК РФ). Поскольку ГК РФ не определяет понятие должной заботливости, то (при отсутствии такого определения в договоре доверительного управления) оно должно определяться с учетом нормативных актов, регулирующих сходные отношения (ст. 6 ГК РФ). В данном случае наиболее близким нормативным актом (кстати, допускающим доверительное управление ценными бумагами и денежными средствами) является Федеральный закон «Об инвестиционных фондах», который четко определяет, что управляющий отвечает перед учредителями доверительного управления за нарушение своих формальных обязанностей, но не за уменьшение рыночной стоимости объектов доверительного управления (ст. 11, 16).

Мнение большинства руководителей негосударственных пенсионных фондов относительно обязательства управляющей компании вернуть фонду активов не меньше, чем было передано в управление, основано на ошибочном толковании нормы ч. 3 ст. 25 Федерального закона «О негосударственных пенсионных фондах», которая звучит следующим образом: «Фонды организуют размещение средств пенсионных резервов через управляющую компанию (управляющие компании), которая (которые) должна (должны) способами, предусмотренными гражданским законодательством Российской Федерации, обеспечить возврат переданных ей (им) фондом средств пенсионных резервов по договорам доверительного управления».

В указанной норме нет ни слова об оценке стоимости возвращаемых активов, что позволяет прийти к совершенно однозначному выводу: речь идет всего лишь об обязательном включении в договор положений, регулирующих порядок возврата управляющей компанией объектов доверительного управления по требованию фонда (документооборот, сроки и т.п.). Толкование этой нормы в смысле «вернуть, сколько получил» предполагает определение четких критериев оценки (если управляющий принял в управление ценные бумаги, а через год их вернул потерявшими в рыночной цене 90%, как в этом случае применять это положение?).

Ситуация в описаниях прессы выглядит таким образом, что в убытках фондов виноваты исключительно управляющие, которые имеют формальные обязательства по компенсации фондам убытков от размещения ими пенсионных резервов в ценные бумаги.

Главная причина убытков пенсионных фондов в 2008 году — это неправильная оценка инвестиционных рисков менеджментом последних (фонды приняли гораздо больше рисков, чем допускают их институциональные цели).

В части включения в договор доверительного управления положений об установлении фиксированного размера дохода учредителя ВАС РФ сформулировал свою позицию в Определении от 23.11.2007 № 15320/07. В частности, этот документ содержит следующую фразу: «Правовая природа данного договора [договора доверительного управления] не предполагает возможность фиксирования дохода, подлежащего уплате выгодоприобретателю, в твердой денежной сумме».

В названном выше акте ВАС РФ также сформулирована правовая позиция в отношении возврата объектов доверительного управления учредителю в случае прекращения соответствующего договора. Согласно этой позиции обязательства трех лиц, связанные с объектами доверительного управления, могут быть переданы учредителю вместе с возвращаемыми объектами. При этом доверительный управляющий не несет ответственности за неисполнение обязательств третьими лицами, т.е. на него не может быть возложена ответственность за дефолт, объявленный эмитентом ценных бумаг, входящих в состав объектов доверительного управления.

Федеральные арбитражные суды кассационной инстанции также сформулировали целый ряд интересных позиций, касающихся института доверительного управления, которые существенно укрепляют положение управляющих компаний в грядущих судебных спорах с негосударственными пенсионными фондами.

В частности, Федеральный арбитражный суд Волго-Вятского округа Постановлением от 09.08.2005 по делу № А17-324/1 предвосхитил позицию ВАС РФ относительно недопустимости включения в договор доверительного управления положений о фиксированном доходе учредителя (соответствующий пункт договора признан судом недействительным по ст. 168 ГК РФ).

Федеральный арбитражный суд Северо-Кавказского округа также предопределил позицию ВАС относительно обязательств управляющего в части выплаты фиксированного дохода учредителю (выгодоприобретателю) и ответственности доверительного управляющего перед учредителем за исполнение третьими лицами обязательств, связанных с объектами доверительного управления. В постановлении от 06.09.2007 по делу № Ф08-5226/2007 суд указал, что доход, подлежащий выплате выгодоприобретателю, не может быть определен в договоре доверительного управления в виде фиксированной суммы, а по обязательствам третьих лиц в отношении объектов доверительного управления управляющий ответственности не несет.

Федеральный арбитражный суд Западно-Сибирского округа в своем Постановлении от 08.06.2004 по делу № А04/3055-1306/А27-2004 указал в отношении порядка наступления ответственности доверительного управляющего, что «в соответствии с действующим законодательством возмещение убытков является мерой гражданско-правовой ответственности, поэтому лицо, требующее возмещения убытков, должно доказать, во-первых, факт нарушения права, во-вторых, наличие и размер понесенных убытков, в-третьих, причинную связь между нарушением права и возникшими убытками. Причинная связь между действиями (либо бездействием) доверительного управляющего и неблагоприятными имущественными последствиями, а также противоправность поведения доверительного управляющего, которая состоит в неисполнении или ненадлежащем исполнении им своих обязанностей по договору, т.е. в непроявлении должной заботливости об интересах, обозначенных в договоре, должны быть доказаны стороной, требующей соответствующего возмещения».

С учетом изложенных выше обстоятельств перспективы удовлетворения судом формальных требований пенсионных фондов к управляющим выглядят, мягко говоря, неоднозначно.

В то же время негосударственные пенсионные фонды принимали самое непосредственное участие в формировании душераздирающих результатов 2008 года. Управляющие компании руководствовались при размещении доверенных им пенсионных резервов инвестиционными декларациями, подписанными фондами. Соответственно, фонды имели все необходимые инструменты управления рисками собственного инвестиционного портфеля, в отличие от управляющих, которым была доступна лишь та часть портфеля, которой они управляли. Управляющие также, как правило, не имели представления о структуре обязательств фондов, то есть инвестиционная декларация являлась, по сути, единственным документом, на основе которого они размещали активы фондов. Таким образом, главная причина убытков пенсионных фондов в 2008 году — это неправильная оценка инвестиционных рисков менеджментом последних. Иными словами, фонды приняли гораздо больше рисков, чем допускают их институциональные цели. ◻

Новый рынок — RTS Standard

23 апреля 2009 года на Фондовой бирже РТС начались торги на новом рынке акций — RTS Standard. В основе RTS Standard лежат современные биржевые стандарты мирового уровня. При создании этого рынка акций, как сообщает пресс-служба биржи, также учитывались все особенности и процессы, которые происходили на российском фондовом рынке в последнее время.

Торги на новом рынке акций будут проходить в анонимном режиме без стопроцентного депонирования активов с Центральным контрагентом с 10.30 до 23.50 мск, с поставкой бумаг на Т+4. Торгуемыми инструментами станут наиболее ликвидные акции российских компаний. В RTS Standard действует единая система маржирования с рынком фьючерсов и опционов FORTS, которая позволяет торговать всеми инструментами с общей денежной позицией.

В течение первого дня торгов участники заключили почти четыре тысячи сделок на общую сумму 1, 581 млрд рублей. В первой торговой сессии на RTS Standard приняло участие 19 брокерских компаний. Первые сделки заключили компании «АЛОР+» и «Олма».

Внедрение передовых стандартов биржевой торговли имеет важное значение для российского рынка. Есть шанс, что RTS Standard позволит повысить ликвидность российского рынка ценных бумаг, снизить риски участников, усовершенствовать инфраструктуру, повысить привлекательность российского рынка для иностранных инвесторов.

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.

Леонид Бородкин
д.и.н., проф. МГУ

Грегори Перельман
PhD, преподаватель университета Сан-Франциско

Русский Доу-Джонс

Предпринята попытка создания биржевого индекса, используя котировки акций ведущих российских предприятий конца XIX — начала XX века

Вторая половина 90-х годов XIX века отмечена бурным ростом российской промышленности. Доминирующей в этот период стала акционерная форма организации крупных предприятий. Санкт-Петербургская биржа в начале XX столетия превратилась в один из крупнейших европейских центров мобилизации инвестиционных средств.

К началу XX века Петербургская биржа стала четвертой фондовой биржей Европы, уступая лишь Лондонской, Парижской и Берлинской биржам. Укреплению ее статуса способствовало утверждение царем в 1900 году законопроекта об образовании Фондового отдела Петербургской биржи. К 1913 году через эту (центральную для российского фондового рынка) биржу мобилизовывались средства для инвестиций в основной капитал почти 200 крупных промышленных предприятий России.

Как отмечалось в «Банковой энциклопедии» 1916 года, в России начала XX века биржа становится «центром хозяйственной жизни, а не придатком ее... Рост акционерной формы и крупного производства сделал невозможным расширение существующих предприятий и создание новых вне и без биржи»[1]. В «Коммерческой энциклопедии» подчеркивалось, что «в конце концов именно благодаря бирже устанавливается оценка бумаг по их действительным достоинствам»[2].

Естественно, что именно биржевые индексы (формируемые на основе курсов цен акций ведущих компаний) рассматриваются обычно в качестве основных индикаторов («барометров») экономической конъюнктуры. Активное использование биржевых (или фондовых) индексов началось в XX веке, однако на ведущих биржах мира индексы начали подсчитываться уже в конце XIX века. Так, знаменитый американский биржевой индекс Доу-Джонса, оценивающий динамику курсов акций крупнейших промышленных компаний (Dow Jones Industrial Average), с известий об изменениях которого и сегодня начинаются ежедневные новости бизнеса, берет свое начало в 1896 году.

В дореволюционной России по разным причинам подобные индексы не рассчитывались. Мы предприняли первую попытку создать биржевой индекс, подобный индексу Доу-Джонса, используя котировки акций ведущих российских предпри-

ятий конца XIX — начала XX века. В значительной степени эта работа стала возможной благодаря базе данных, содержащей систематизированные сведения о котировках акций российских акционерных компаний на С.-Петербургской бирже (единственной в России бирже европейского значения), составленной в 2002 году Международным центром финансовых исследований при Йельском университете. В дополнение к котировкам были использованы балансы предприятий, публиковавшиеся в Ежегоднике Министерства финансов.

Следует отметить, что пристальный интерес к российской промышленной и финансовой статистике в начале XX века был вызван значительным объемом размещенных в стране зарубежных инвестиций.

Петербургский фондовый рынок в конце XIX — начале XX века

Вторая половина 90-х годов XIX века была периодом бурного роста российской промышленности. Доминирующей в этот период стала акционерная форма организации крупных предприятий. Отдельные предприниматели уже не обладали, как правило, капиталом в том размере, который требовался для организации промышленного производства в крупных масштабах. Несмотря на ограничения российского акционерного законодательства, сдерживавшие появление новых компаний[3], по подсчетам Л. Е. Шепелева, с 1893 по 1901 год в России было учреждено 1460 акционерных компаний, 1014 из них начали свою деятельность[4]. В табл. 1 приводятся данные о динамике акционерного учредительства в эти годы. Количество учрежденных компаний особенно впечатляет в сравнении с предыдущими периодами. Так, в 1874–1881 гг. было учреждено 256 компаний, а в 1882–1892 гг. — 383. Даже за последующие после периода бурного грюндерства 9 лет (1902–1910 гг.) было зарегистрировано меньшее количество акционерных компаний — 1081[5].

Кроме экономического подъема, росту акционерного учредительства также способствовало наличие свободных фондов на российском денежном рынке. С одной стороны, конвертация государственного долга в 1890–1894 гг. на более низкий процент побудила многих держателей этих бумаг искать более прибыльные вложения в других ценных бумагах. С другой стороны, введение золотого стандарта в 1897 году привлекло в страну значительное количество иностранных предпринимателей, которых ранее отпугивала нестабильность русского кредитного рубля[6]. К этому следует добавить, что российские коммерческие банки, особенно в Петербурге, значительно увеличили онкольные операции[7], которые повысили уровень ликвидности на денежном рынке. Все это, естественно, привело к буму на С.-Петербургской бирже, где уже в 1895 году раздавались голоса о «зловредной спекуляции» и «биржевой вакханалии». А в бюджетном докладе царю в 1896 году министр финансов С. Ю. Витте отмечал, что биржевое увеличение 1895 году было «одним из первых в ряду отрицательных явлений в русской экономической жизни»[8]. Если серьезные биржевые колебания не были чем-то новым в странах Западной Европы, особенно в Англии и Франции, то, пожалуй, впервые в истории России биржевые спекуляции достигли размеров, привлекавших серьезное внимание правительства и общественности.

Несмотря на падение цен акций на С.-Петербургской бирже во второй половине 1895 года, промышленный подъем в стране продолжался, и вскоре он отразился в новом росте котировок. Как видно из табл. 1, пик акционерного учредительства приходится на 1899 год, когда было учреждено 378 компаний и 193 из них начали свою деятельность. Но уже в следующем, 1900 году в стране начался экономический спад, который привел к резкому сокращению числа учрежденных компаний. Цены же на бирже начали свое падение еще в начале 1899 года. Однако эта тенденция в разной степени характеризовала курсовую динамику различных акций.

Преимущество использования биржевого индекса для определения динамики котировок на рынке ценных бумаг в том, что он, с одной стороны, суммирует биржевую информацию в одном показателе, что для наблюдателя намного удобнее, чем изучать движение цен многих бумаг и пытаться выяснить направление движения. С другой стороны, биржевой индекс обычно строится по котировкам акций ведущих компаний, репрезентирующих весь фондовый рынок. Таким образом исключаются «случайные» компании, которые попадали в котировку нерегулярно, а таких на бирже было достаточно. Так, из 630 ценных бумаг, попавших в базу данных котировок, на С.-Петербургской бирже с января 1865 по июль 1914 года, 221 (т.е. 35%) котировалась меньше 12 раз за эти полвека, а 38 ценных бумаг вообще котировались лишь однажды.

Интерес к динамике котировок определяется еще и тем, что цены акций на бирже отражают общее отношение «инвестирующей публики» к реальной стоимости капиталов соответствующих компаний. То есть, покупая акции по определенной цене, акционеры предполагают получение прибыли в будущем, а эта прибыль зависит от перспектив развития соответствующей компании. Если репутация компании повышалась, то, естественно, цена акции такой компании росла. Если же перспективы компании, по крайней мере в глазах биржевой публики, были не очень радужными, то цена акций понижалась. Конечно, спекуляция со стороны постоянных, а зачастую и случайных игроков на бирже имела существенное влияние на процессы биржевого ценообразования. Цены могли резко двигаться то в одну, то в другую сторону, в зависимости от «понижающей» или «повышающей» игры биржевых дельцов. Для многих завсегдатаев биржи вложение средств в акции было сродни азартной игре и не имело

прямого отношения к экономическим перспективам конкретных предприятий. Размеры потенциальных доходов на бирже были довольно значительными, а соблазн слишком большим — примеры не самого этического поведения некоторых биржевых участников наглядно описаны и современниками, и исследователями этого периода в наше время[9]. Однако в долгосрочной перспективе цены акций отражали действие фундаментальных (экономических) факторов, опыт и мастерство администрации компаний и динамику экономической конъюнктуры.

Создавая биржевой индекс, учитывающий стоимость акций ведущих промышленных компаний России конца XIX — начала XX вв., мы можем проследить, как биржа оценивала их реальный капитал, перспективы их развития.

Методика расчета биржевого индекса

При построении любого биржевого (фондового) индекса в расчет принимаются следующие характеристики[10]:

- список индекса (набор акций-представителей);
- метод усреднения (обычно используют арифметическую или геометрическую среднюю);
- виды весов к курсовым стоимостям акций, входящих в список индекса (например, весовые коэффициенты могут определяться курсовой стоимостью акций или капитализацией компании-эмитента);
- базисное значение индекса (значение индекса в периоде, принятом за начало отсчета);
- статистическая база, на основе которой производится расчет индекса (источник, содержащий регулярные сведения о ценах акций).

Существует также ряд «технических» аспектов, которые должны учитываться при построении биржевых индексов. Так, следует придерживаться определенной методики пересчета значений индекса при изменении набора акций-представи-

Таблица 1. **Акционерное учредительство в России, 1893–1901 гг.**

	Российские компании		Иностранные компании		Всего	
Годы	Учреждено	Открыто	Учреждено	Открыто	Учреждено	Открыто
1893	56	48	5	2	61	50
1894	64	45	3	2	67	47
1895	79	80	7	6	86	86
1896	128	95	24	25	152	120
1897	137	98	19	20	156	118
1898	188	129	34	24	222	153
1899	305	156	73	37	378	193
1900	162	121	30	36	192	157
1901	122	61	24	25	146	86
Всего	1241	833	219	177	1460	1010

Источник: Шепелев Л. Е. Акционерные компании в России. Л., 1973. С. 139.

Таблица 2. **Активы российских акционерных компаний в 1898, 1905 и 1910 годах: отраслевая структура[15].**

Производственная группа	Количество компаний			Баланс активов (млн руб)			Процент от суммы всех активов		
	1898 г.	1905 г.	1910 г.	1898 г.	1905 г.	1910 г.	1898 г.	1905 г.	1910 г.
Волокнистая	191	214	262	861	1318	1849	27,6	24,8	24,3
Химическая	41	78	73	100	309	365	3,2	5,8	4,8
Бумагомассная	41	47	68	70	97	479	2,3	1,8	6,3
Горнопромышленная	102	179	186	639	1112	1184	20,5	20,9	15,6
Металлическая	103	163	209	444	745	1235	14,3	14,0	16,3
Керамическая	45	69	57	70	111	110	2,3	2,1	1,4
Сельскохозяйственная	9	10	–	8	9	–	0,2	0,2	–
Лесная	18	31	41	33	50	90	1,0	0,9	1,2
Питательная	175	230	274	338	513	823	10,9	9,6	10,8
Животная	13	19	13	35	45	39	1,1	0,9	0,5
Торговая	42	71	140	133	246	481	4,3	4,6	6,3
Перевозочная	35	47	51	96	214	337	3,1	4,0	4,4
Благоустройство	82	109	117	177	252	460	5,7	4,7	6,1
Смешанная	34	94	42	112	302	142	3,6	5,7	1,9
Всего	931	1361	1533	3117	5323	7595	100,0	100,0	100,0

Источник: Ежегодники Министерства финансов России. Данные за 1898 год: вып. 1902 г. (издан в 1903 году), с. 588–649; данные за 1905 год: вып. 1906 г. (издан в 1907 году), с. 286–359; данные за 1910 год: выпуск 1912 г. с. 594–697.

телей (список индекса может меняться с ростом капитализации одних компаний и уменьшением других). Номинальная цена той или иной акции могла по решению соответствующей акционерной компании скачком изменяться (например, уменьшаться вдвое, как это бывало на фондовом рынке дореволюционной России). Методика расчета индекса должна строиться с учетом этих и других особенностей биржевой динамики.

В данной работе построение фондового индекса С.-Петербургской биржи конца XIX — начала XX веков проводится по методике, близкой к той, которая была положена в основу расчета значений индекса Доу-Джонса в указанный период времени (и которая, в принципе, используется на Нью-Йоркской бирже и сегодня).

Индекс с ценовым взвешиванием. Индекс I_1 рассчитывается как среднее арифметическое из текущих цен включенных в его состав акций. Именно так подсчитываются значения индекса Доу-Джонса[11]. Недостатком биржевого индекса, основанного на средней цене акций, является непропорциональное влияние изменений цен самых дорогостоящих акций на динамику индекса[12]. Причем это влияние, вообще говоря, не зависит от экономического положения соответствующего предприятия.

Чтобы избежать искажений такого рода, в инвестиционной практике используют равновзвешенный индекс I_2, который основан на той же информации, что и индекс I_1, построенный с ценовым взвешиванием.

Равновзвешенный индекс. Этот индекс (I_2) измеряет динамику изменения цен акций в процентном отношении к предыдущему периоду. В начальный момент стоимость каждой акции, включенной в состав индекса, принимается за 100% и, соответственно, значение индекса принимается за 100. На следующем шаге цена каждой акции вычисляется в процентах от своего начального значения (например, если цена акции выросла на 10%, то она выражается значением 110), и значение индекса I_2 подсчитывается как среднее арифметическое этих процентных показателей. Таким образом, все акции входят в подсчет индекса с равным весом, значения I_2 не зависят от цены каждой акции, а определяются их процентными изменениями[13].

При определении состава промышленного индекса Петербургской биржи мы придерживались определенных принципов отбора промышленных акционерных обществ. Поскольку размер активов в значительной степени отражает «вес» предприятий, их роль в соответствующей отрасли, этот показатель был выбран как главный. Используя данные балансов предприятий конца 1890-х годов, опубликованные в выпусках Ежегодника Министерства финансов, мы решили выбрать те акционерные общества, которые, с одной стороны, имели самые крупные активы, а, с другой стороны, регулярно котировались на С.-Петербургской бирже.

Мы отталкивались от данных выпуска Ежегодника Министерства финансов 1900 года, который содержит отчетные балансы 931 акционерного общества за 1898 год. Общий баланс активов всех промышленных предприятий, зафиксированных в Ежегоднике, составлял в 1898 году 3,1 млрд рублей. Причем из них 1,4 млрд составляло имущество и 0,7 млрд рублей — разного рода товары и материалы. Для сравнения, чистый национальный продукт России в 1898 году составлял 10,3 млрд. рублей[14]. В табл. 2 приводятся также данные балансовых отчетов акционерных компаний за 1905 и 1910 годы, исчисленные по группам производств.

Построение промышленного индекса С.-Петербургской фондовой биржи производится в данной работе для периода 1897–1914 годов. Этот 18-летний интервал разбит на три части: 1897–1905 годы, 1906–1910 годы и 1911–1914 годы. Состав индекса на протяжении указанного периода претерпел некоторые изменения, хотя количество включенных компаний оставалось постоянным. Пересмотр списка был сделан по итогам балансовых отчетов 1905 и 1910 годов (в связи с изменениями в эти годы размера активов акционерных компаний, котировавших свои ценные бумаги). В состав индекса каждый год входили 12 крупных российских промышленных компаний[16]. При этом мы исходили главным образом из того, чтобы акции отобранных первоначально компаний котировались на С.-Петербургской бирже без существенных перерывов с 1897 по 1905 год. Стоит отметить, что именно такое число компаний входило в конце XIX — начале XX века в состав индекса Доу-Джонса (12 американских промышленных компаний с 1896 по 1916 год).

Обратимся к данным об активах крупнейших российских промышленных компаний в 1898 году, чьи акции котировались на С.-Петербургской бирже.

Возглавляет список компаний Товарищество нефтяного производства братьев Нобель с общими активами в 1898 году в 63 млн рублей[17]. Поскольку акции этого крупнейшего в России предприятия регулярно котировались на бирже, мы включили его в состав промышленного индекса. Далее следуют два наиболее крупных российских предприятия, связанных с производством металла и продукции тяжелого машиностроения: Общество Брянского рельсопрокатного, железоделательного и механического завода и Общество Путиловских заводов (с активами соответственно 38 и 33 млн рублей). Акции обоих обществ регулярно котировались на бирже, и они также включены в состав индекса. Далее по размеру активов следуют две компании, которые появились в котировках значительно позже, в 1913 году, и поэтому не были включены в состав нашего индекса: Южно-Русское Днепровское металлургическое общество и Богословское горнозаводское общество. Затем на шестом месте следует общество Коломенского машиностроительного завода (22,8 млн рублей), ко-

Таблица 3. **Акционерные компании, включенные в состав промышленного индекса Петербургской биржи в 1897–1914 годах**

№	Компании	Годы в индексе	Промышленная группа	Промышленный отдел	Баланс активов (млн. руб.)		
					1898 г.	1905 г.	1910 г.
1	Т-во бр.Нобель	1897–1914	Горнозаводская	Нефть	63,5	117,6	142,3
2	Общ-во Брянского з-да	1897–1914	Горнозаводская	Железоделательный	37,8	64,8	51,8
3	Общ-во Путиловских з-в	1897–1914	Металлическая	Изготовление подвижного состава	33,0	40,9	39,6
4	Общ-во Коломенского з-да	1897–1914	Металлическая	Машиностроительный	22,8	24,8	23,3
5	Общ-во»Сормово»	1897–1914	Металлическая	Машиностроительный	18,8	25,3	23,5
6	Общ-во Мальцевских з-в	1897–1914	Смешанная		17,3	19,1	20,2
7	Никополь – Мариупольское общ-во	1897–1914	Горнозаводская	Добыча и обработка металлов кроме железа	15,5	19,4	19,6
8	Донецко-Юрьевское общ-во	1897–1914	Горнозаводская	Железоделательный	13,9	10,9	21,5
9	Общ-во «Феникс»	1897–1905	Металлическая	Изготовление подвижного состава	12,4	3,4	9,5
10	Общ-во Русско-Балт. з-да	1897–1914	Металлическая	Изготовление подвижного состава	12,1	10,6	14,6
11	Русское паровозостроительное и механическое общ-во	1897–1910	Металлическая	Машиностроительный	9,5	9,9	10,1
12	Компания С.-Петербург. з-да	1897–1910	Металлическая	Механические заводы	7,0	9,3	12,8
13	"Манташев А.И. и Ко», нефтепромышленное общ-во	1906–1914	Смешанная		–	42,8	27,3
14	Русское общ-во Гартмана	1906–1914	Металлическая	Машиностроительный	11,3	17,6	18,8
15	Таганрогское общ-во	1911–1914	Металлическая	Судо- и кораблестроительный	16,4	19,3	15,4
16	Бакинское общ-во	1911–1914	Горнозаводская	Нефть	4,5	7,7	15,2

торое появилось на бирже в 1895 году и постоянно котировалось после этого. Соответственно, оно было включено в состав индекса[18], и т.д. (см. табл. 3).

При построении промышленного индекса российского фондового рынка необходимо учитывать, что далеко не все крупные предприятия были акционерными, и не все акционерные компании котировались на С.-Петербургской бирже. Так, по итогам отчетов 1898 года, в России было 67 промышленных компаний, активы которых превышали 10 млн рублей. Из них только 29 в то или иное время котировались на бирже.

С января 1906 г. две компании, входившие в первоначальный состав индекса, — Общество вагоностроительных и механических заводов «Феникс» и Компания С.-Петербургского металлического завода уступают свои места в списке индекса более динамично растущим в то время компаниям: нефтепромышленному и торговому обществу «Манташев А.И. и К°» (организовано в 1899 году) и Русскому обществу машиностроительных заводов Гартмана (появилось в котировках биржи в 1898 году). А с января 1911 года в индекс включены еще две компании: Бакинское нефтепромышленное и Таганрогское металлургическое общества, которые заменили соответственно Русское паровозостроительное и механическое общество и Общество Русско-Балтийского завода[19].

В таблице 3 представлены 16 компаний, включенных (хотя бы на одном из трех интервалов времени) в состав индекса в 1897–1914 годах, с указанием их балансов активов в 1898, 1905 и 1910 годах.

Как следует из табл. 3, в состав промышленного индекса С.-Петербургской биржи вошли акционерные компании, связанные с добычей руды и нефти, производством черных и цветных металлов, нефтепродуктов, машиностроением, изготовлением подвижного состава, судостроением, производством стекла и других материалов. Таким образом, можно говорить о том, что построение промышленного индекса Петербургской биржи проводится с учетом экономической конъюнктуры в основных отраслях промышленности, определявших процессы индустриализации в дореволюционной России. Отметим отдельно, что, несмотря на значительный масштаб текстильного производства в России, составлявшего четверть всех активов промышленных компаний[20], на Петербургской бирже эта промышленная группа была представлена всего несколькими компаниями. Лишь две из них входили в число крупных (чьи активы превышали 10 млн. рублей): Товарищество Невской ниточной мануфактуры (баланс активов в 1898 году 17,6 млн рублей) и товарищество Шлиссельбургской мануфактуры (10,4 млн рублей). Но их акции котировались крайне нерегулярно. Биржа представляла больший интерес для предприятий более активно развивавшихся отраслей, требовавших привлечения значительных средств, которые не могли быть обеспечены на основе традиционных каналов, связанных с возможностями частных предпринимателей.

Построение биржевого индекса («русского Доу-Джонса») и его интерпретация — предмет следующей статьи. ◻

Примечания и комментарии

[1] Банковая энциклопедия, т. II. Киев, 1916. С. 234. Цит. по: Шепелев Л. Е. Акционерные компании в России. Л., 1973. С. 237.

[2] Коммерческая энциклопедия М.-Ротшильда. Под ред. С. С. Григорьева. Том III. С.-Петербург, 1900. С. 326.

[3] В России, в отличие от других европейских стран, действовала разрешительная система учредительства, когда лично император (а с 1890-х годов — министр финансов) разрешал учреждение акционерных компаний. Более благосклонная к предпринимателям регистрационная система учредительства, несмотря на многочисленные предложения, так и не была принята в царской России. См:. Шепелев Л. Е. Акционерные компании в России. Ленинград, 1973.

[4] См. Шепелев Л.Е. Указ. соч. С. 139

[5] Там же. С. 92–93, 225..

[6] В надежности России как должника зарубежные инвесторы, по-видимому, не сомневались. Спустя два десятилетия, в декабре 1917 года авторы лондонского «Ежемесячного справочника инвестора» не могли себе представить, что Россия откажется выплачивать свои долги: «Вопрос о том, откажется ли Россия от выплаты своих долгов, вызывает много дискуссий, но это крайне невероятно, что любое ответственное правительство в России выберет такой катастрофический шаг. Мы должны помнить, что в прошлом Россия всегда отвечала по своим обязательствам, даже выплатив нам [Англии] по купонам, предъявленным во время Крымской войны». См.: The Investor Monthly Manual. No.12. Vol. 47, December 1917. p. 643.

[7] Онкольное кредитование, т.е. кредит на короткий срок (on call) зачастую использовалось спекулянтами для покупки ценных бумаг в кредит в расчете на рост в цене и ожидаемую прибыль при последующей продаже. По подсчетам И. Ф. Гиндина, по состоянию на январь 1890 года из общих активов русских коммерческих банков в 1,2 миллиарда рублей, 345 миллионов (28%) были обеспечены негарантированными ценными бумагами (в большинстве своем акциями корпораций). Из этой суммы онкольные балансы составляли 184 миллиона рублей. См. Гиндин И. Ф. Русские коммерческие банки. М. 1948. С. 106-107.

[8] Цитируется по: Лизунов П. В. Санкт-Петербургская биржа и российский рынок ценных бумаг (1703–1917 гг.) СПб., 2004. С. 270.

[9] См.: Лизунов П. В. Указ. соч. С. 343-397.

[10] См., напр.: Русинов В. Н. Финансовый рынок: Инструменты и методы прогнозирования. М., 2000. С. 40–46; Ляшенко В. И. Фондовые индексы и рейтинги. — Донецк, 2003. С.51-52.

[11] Индекс подсчитывается по следующей формуле:

$$I_{1t} = \frac{1}{D}\sum_{i}^{N} P_i$$

где P_{it} — цена акции i в период t, а D первоначально равняется количеству акций в индексе. Если акции одной компании в индексе заменяются на акции другой, то делитель в таких случаях изменяется таким образом, чтобы не влиять на динамику самого индекса. Для этого делитель, подсчитанный с измененным составом, должен быть равен предыдущему значению индекса с первоначальным составом по формуле:

$$D = \frac{\sum_{i}^{N} P_{it-1}}{I_{1t-1}}.$$

[12] Так же, как и в нашем биржевом индексе, в современном индексе Доу-Джонса разница в стоимости акций компаний, входящих в состав индекса, оказывает влияние на его изменения. Так, в январе 2005 года самая «дорогая» акция (из тех, что входят в подсчет индекса Доу-Джонса), выпущенная компанией United Technologies, стоила около 100 долларов, а самая «дешевая», выпущенная Hewlett Packard, — около 20 долларов. Соответственно, изменения в цене первой влияли на динамику индекса намного больше, чем изменения в цене второй.

[13] При построении индекса мы использовали цепную методику, когда все значения котировок сравниваются с предыдущими, а не с базовым. Первоначальное значение индекса принято за 100, а значение в последующие периоды подсчитывается по формуле:

$$I_{2t} = I_{2t-1}\frac{1}{N}\sum_{i}^{N}\frac{P_i}{P_{i-1}}$$

[14] См. Gregory, Paul R. Russian National Income, 1885–1913. Cambridge University Press, 1982.

[15] В связи с изменениями структуры статистического учета промышленности в начале XX века, данные таблицы не совсем сопоставимы в динамике. Так, сельскохозяйственная группа не была приведена отдельно в балансах 1910 года, и отчеты компаний, входивших в нее ранее, были перенесены в другие группы.

[16] Напомним, что ценные бумаги иностранных компаний не допускались к котировке на российском фондовом рынке.

[17] В 1898 году (и в течение всего рассматриваемого нами периода) Т-во бр. Нобель было крупнейшей промышленной российской компанией по величине активов. На бирже котировались паи компании (номинальная цена 5000 рублей) и акции (номинальная цена 250 рублей). При расчете значений индекса мы использовали цены акций товарищества, но для тех месяцев, когда акции не котировались, использовались цены паев в отношении 1 к 20.

[18] В состав индекса включены только промышленные компании. Не представлены акционерные финансовые компании (коммерческие и земельные банки, страховые компании), транспортные (включая пароходные) и железнодорожные компании.

[19] Следует отметить, что в составе индекса с октября 1910 года акции Донецко-Юрьевского общества с номинальной стоимостью 250 рублей были заменены акциями этой же компании выпуска 1910 года с номинальной стоимостью 200 рублей. Делитель индекса был изменен таким же образом, как и при замене одних компаний новыми в составе индекса (см. сноску 11).

[20] См. данные табл. 2, отражающие лидирующую позицию отраслей, производящих волокнистые вещества.

Искусство видеть возможности

Национальная ассоциация участников фондового рынка провела в Москве традиционную ежегодную конференцию. В этом году она называлась «Кризис как возможность»

Актуальные темы имеют неприятное свойство «замыливаться». Взять хоть кризис: уже год, пожалуй, мы говорим и думаем о нем. «Белого» шума так много, что кризис начинает казаться лишь приемом нерадивого маркетолога. Но практика компетентных «мозговых штурмов» убеждает, что это далеко не так.

Государство и рынок

Сказанное выше вполне может быть отнесено к прошедшей 8 апреля конференции НАУФОР «Кризис как возможность».

После того, как участники отставили в сторону утренний кофе и отзвучали быстрые приветствия, практически мгновенно началась 1-я панель — «Государство и рынок в кризисных условиях» (модератор — Олег Ячник, ИФ «Олма», председатель совета директоров НАУФОР).

В дискуссии участвовали: Дмитрий Ананьев, председатель комитета по финансовым рынкам и денежному обращению Совета Федерации; Сергей Швецов, член Совета директоров ЦБ РФ; Константин Корищенко, президент ММВБ; Роман Горюнов, президент РТС; Олег Вьюгин, председатель Совета директоров МДМ-Банка; Андрей Шаронов, управляющий директор компании «Тройка Диалог»; Александр Мурычев, первый исполнительный вице-президент РСПП; руководитель ФСФР России Владимир Миловидов.

Дмитрий Ананьев, открывая работу первой панели, отметил, что главной проблемой фондового рынка на сегодняшний день считает неконкурентоспособную и несовременную законодательную базу (прежде всего, в области налогообложения, в организации деятельности торговли и по клирингу). Это обусловливает незащищенность прав инвесторов (и финансовых институтов); неэффективность судебной системы, отсутствие внутреннего долгосрочного инвестора. Несовершенная законодательная база, кроме того, не позволяет развиваться тому широкому набору инструментов, который существует в развитых странах и позволяет иметь диверсифицированный фондовый рынок.

Важная и либеральная программа «двадцать-двадцать» (Концепция долгосрочного социально-экономического развития России на период до 2020 года), подготовленная правительством, которая предусматривает принятие порядка 60 федеральных законов и более сотни подзаконных актов, пока не реализована. Но без принятия этих законов, по мнению сенатора, практически невозможно ожидать повышения конкурентоспособности нашей экономики и фондового рынка.

Сергей Швецов начал с сообщения о том, что Банк России осенью 2008 года многое сделал

по изменению своих инструментов. «Были резко увеличены объемы операций РЕПО, — сказал он, — существенно расширился перечень разрешенных ценных бумаг, в течение ограниченного периода времени Банк России был допущен на фондовую биржу (хотя дискуссии о необходимости этого велись более пяти лет). Темп, с которым принимались соответствующие законы и нормативные акты, не имеет прецедентов.

Банк России увеличил сроки предоставления кредитов и стал принимать в качестве обеспечения кредитные требования, активно использовались операции министерства финансов со свободными средствами. Проведен значительный объем валютных интервенций — с августа по январь продано 200 млрд долларов».

До октября ликвидность в системе была нормальной, операции Банка России по рефинансированию носили умеренный характер. Но отток вкладов из банковской системы и определенный кризис доверия осенью поставили вопрос о необходимости замещения рублевых пассивов иными источниками. Так как залоговая масса в силу отсутствия масштабного рынка государственных бумаг не позволяла проводить операции РЕПО, то было принято беспрецедентное решение о предоставлении кредитов без обеспечения. На пиковом уровне, отметил г-н Швецов, кредиты без обеспечения составляли два триллиона рублей.

В конце января Банк России объявил о завершении сдвижки границ широкого валютного коридора (26–41 руб/долл.), в рамках которого в настоящий момент происходит условно свободное плавание рубля. Последние интервенции по продаже валюты осуществлялись в январе. В феврале, марте и апреле ЦБ только приобретал. Рынок развернулся, доверие и к политике Банка России, и к российской экономике возвращается.

ЦБ продолжает действовать в рамках двух целей — по инфляции и по валютному курсу, и эти две цели ограничивают возможности Банка России по стимулированию экономики с помощью процентной политики. Тем не менее динамика М2 показывает хорошие перспективы — инфляция по итогам года даже может составить менее 13%, заметил г-н Швецов.

Кризисный инструмент «кредиты без обеспечения» по мере снижения давления на рынок будет уходить.

Российский рынок акций пострадал больше других рынков, отметил докладчик. Это обусловлено тем, что доля нерезидентов на российском рынке значительно выше, чем в других странах, и тем, что длинный институциональный инвестор и коллективный инвестор на российском рынке в значительной степени отсутствуют.

Для того чтобы создать такого инвестора, прежде всего, важны макроэкономическая стабильность, низкая инфляция и защита прав собственности. Защита прав собственности — это, в том числе, снижение стоимости и рисков при проведении сделок с ценными бумагами, расчет-

ных операций, снижение налоговых рисков. Надо принимать соответствующие поправки в Налоговый кодекс. Безусловно, многое также надо делать в части прав миноритариев. Необходимо (хотя бы к следующему кризису) подготовить институт собрания облигационеров.

Необходимо также продолжать разделение рынка на профессиональных и непрофессиональных инвесторов, выдавливая непрофессиональных инвесторов в ПИФы и в доверительное управление. Необходимо, продолжил г-н Швецов, существенным образом изменить также законодательство о банкротстве в Российской Федерации.

«Наша цель — построение финансовой системы, способной адаптироваться к переменам в глобальном мире. На это должны быть направлены усилия не только регуляторов, но также саморегулируемых организаций. На переходном этапе от старой модели к новой неизбежно увеличится субъективизм принимаемых решений. Для того чтобы эти решения не носили опасного характера, со стороны саморегулирования должны быть организованы оценка и публичное обсуждение этих решений», — сказал в заключение г-н Швецов.

По мнению **Константина Корищенко**, причиной текущего кризиса стало стремление к получению очень высокого дохода, которое нельзя реализовать в рамках цивилизованного рынка. В частности, примечателен тот факт, что основными источниками прямых инвестиций в экономику России являлись Кипр и Голландия. Инвесторы ищут юрисдикции, где высок доход и можно оптимизировать налоги. Быстро эта проблема не решится, заметил глава ММВБ.

Кроме того, продолжил г-н Корищенко, в некоторых странах пожар принялись гасить керосином, то есть вливаниями ликвидности, и это тоже не дает поводов для оптимизма.

Таким образом, для организованного рынка кризис ставит вопрос об ужесточении регулирования рисков. Основа риск-менеджмента — капитал. Любые другие подходы лишь увеличивают риски. Это касается не только участников торгов, но также их организаторов — бирж, клиринговых организаций, завершил свою мысль г-н Корищенко.

Роман Горюнов продемонстрировал присутствовавшим слайд, при рассмотрении которого становилось ясно, что объемы торгов российскими акциями в Москве растут относительно Лондона. И главной «фишкой» в последнее время стали бумаги Сбербанка, размещавшегося, как известно, локально. Это позволяет сделать вывод о том, — заметил г-н Горюнов, — что отечественный рынок может работать без обязательной привязки к рынку внешнему: инвесторы покупают локальные акции, если хотят.

Инфраструктура российского рынка, — продолжил глава РТС, — доказала свою устойчивость: ни одна торговая площадка в нынешний кризис не пострадала. Но глобальная конкуренция остается главным фактором, и сопряженные с ней проблемы придется решать. Развитие бирж как коммерческих институтов неизбежно, поскольку ключевым вопросом этого развития становятся технологии, а развивать их невозможно без инвестиций.

В связи с этим, — сказал г-н Горюнов, — биржа РТС видит свою миссию в том, чтобы давать востребованные технологии и продукты. Клиринговая система РТС (которая строилась не на капитализации участников) показала, что может выдержать беспрецедентные нагрузки. Еще одним важным решением биржи было продление времени торгов. Сейчас биржа работает над запуском фьючерса на евро/доллар, опционов фьючерсного типа, а также над проектом «РТС стандарт», который,

как сказал г-н Горюнов, даст возможность торговать в режиме расчетов Т+4 с гарантиями ССР.

Олег Вьюгин начал свое выступление с замечания, что хотя кризис глобален, но локальный кризис у каждого свой. Жесткое действие мирового кризиса на Россию осенью прошлого года стало ударом по самым слабым местам российской экономики. Первое слабое место — зависимость российского экспорта от сырья, так как в кризис спрос на сырье падает. Причем, в отличие от других стран БРИК, падение экспорта российского производства сырьевых продуктов не может быть замещено внутренним спросом. Поэтому произошло вынужденное существенное сокращение объемов промышленного производства; сначала в сырьевом секторе, а потом и в смежных производствах. Но компании отреагировали вполне адекватно. Произошло сокращение производства, а затем сильнейшее сокращение издержек, которое выразилось в сокращении номинальных зарплат и росте безработицы. Кроме того, из-за изменения условий внешней торговли произошла девальвация национальной валюты. Это на самом деле означает, что конкурентоспособность российских компаний на внутреннем рынке по отношению к иностранным резко выросла. В принципе, заметил г-н Вьюгин, мы вернулись к параметрам конкурентоспособности, которые когда-то позволили России достаточно активно наращивать внутреннее производство.

Второй шок, который принес кризис, был связан с долговыми проблемами. Российский бизнес последние годы перед кризисом предпочитал использовать для текущей инвестиционной деятельности долговое финансирование, считая, что другие формы не очень выгодны (видимо, ожидалось, что стоимость бизнесов еще будет расти). Поскольку кризис носил изначально долговой характер, это тоже очень больно ударило по России из-за ее пренебрежения прямыми инвестициями. В результате мы получили более серьезные проблемы, чем наши партнеры по БРИК.

Однако Россию в положительном смысле выделяет наличие сравнительно небольшого внутреннего долга (порядка 30–35% ВВП) и чуть большего внешнего долга. Этот левередж существенно меньше, чем левередж, который присущ компаниям и домашним хозяйствам развитых стран, в первую очередь Соединенных Штатов, отметил г-н Вьюгин. Скоро, возможно, начнется преодоление воздействия кризиса, будут шаг за шагом появляться рентабельные предприятия, возобновится кредитование. Единственный фактор, за которым нужно следить, — глобальная ситуация.

Она, к сожалению, не очень оптимистична. Соединенные Штаты, столкнувшись с кризисом, вынуждены идти ва-банк. План Обамы заключается в резком расширении баланса ФРС, для того чтобы профинансировать замещение частных долгов государственным. Эта программа, по оценке г-на Вьюгина, состоится только в том случае, если ведущие страны ЕЭС, Китай, Япония пойдут по пути интервенции на валютных рынках для поддержания паритета своих национальных валют с долларом. Если же они позволят доллару ослабляться в результате широкомасштабной эмиссии, которая всеми ожидается, то фактически это будет означать, что американские компании получат ценовое конкурентное преимущество.

Но американская экономика, заметил г-н Вьюгин, сильна не материальным производством (хотя у нее крупное материальное производство); основная её привлекательность заключается в сфере финансовых услуг. Резкое ослабление доллара будет означать окончательную потерю привлекательности инвестиций в доллар. Тогда план Обамы может не

сработать, и мы, очевидно, получим локализацию национальных валют или систем валют. И тогда идея международного финансового центра станет гораздо более реальной, чем это могло бы выглядеть до кризиса, сделал прогноз г-н Вьюгин.

На самом деле, сказал он, сейчас нужно сосредоточиться на изменении законодательства, которое бы следовало идее создания международного финансового центра. Должны быть введены соответствующие налоги, точнее, фактически их не должно быть (*на эту мысль зал отреагировал аплодисментами*); должен появиться весь инструментарий защиты прав собственности. Очень многое можно сделать даже без глубокого институционального изменения в судебной системе.

В целом, по мысли г-на Вьюгина, России следует определиться: хочет ли она оставаться энергетической державой или стремится стать экономически развитой страной? Фактически это вопрос о направлении внешних и внутренних инвестиций — будут ли они идти на развитие сырьевого сектора или в развитие и привлечение технологий. Чрезмерное использование внутренних инвестиций на развитие сырьевого сектора — это путь в тупик. Повторять норвежский опыт стабилизационного фонда — хорошо и правильно. Но Россия — страна по масштабу гораздо более крупная и должна ставить перед собой более серьезные задачи, заметил г-н Вьюгин.

Выступление **Андрея Шаронова** уместилось в четыре тезиса, которые касались оценок текущей ситуации и действий регулятора. Во-первых, г-н Шаронов оценил новые правила приостановки торгов как удачное решение.

Во-вторых, отметил, что новые правила коротких продаж лучше, чем подвешенное состояние, в котором рынок находился последние несколько месяцев. Кроме того, — заметил докладчик, — существует ряд операций, которые регулятором могут расцениваться как короткие продажи, но по своей природе таковыми не являются. Нужна формализация этих операций с тем, чтобы не было неприятных разбирательств по итогам.

В этой же связи, — продолжил он, — продолжает вызывать озабоченность отмена института работы с финансовым плечом. Здесь тоже хотелось бы получить решения, которые позволяют иметь такую возможность, по крайней мере, для квалифицированных участников рынка.

Затем г-н Шаронов заметил, что сейчас чрезвычайно много говорится о необходимости слияний и поглощений в банковском секторе, но необходимость таких действий для брокерского сообщества не очевидна. И напоследок заметил, что в настоящее время необходимость финансирования небанковских финансовых организаций через сделки РЕПО с Центральным банком уже не так остра. Но есть смысл «доделать этот инструмент, который в острый момент даст дополнительную степень стабильности профессиональным участникам финансового рынка».

По мнению г-на **Мурычева**, главной проблемой российской экономики сегодня является доступность кредита. Поэтому должен быть создан фонд плохих долгов. Банки надо поддерживать, в том числе не стремиться выдавливать с рынка мелких игроков. Тема равной конкуренции забыта: это не правильно.

Владимир Миловидов начал свое выступление с небольшой сенсации, сообщив о том, что закон о допуске на российский рынок иностранных ценных бумаг принят российским парламентом во втором чтении именно сейчас, в день работы конференции. И далее стал говорить о том, что идеальный международный финансовый центр строится не как офшор, его

основой должен быть местный массовый инвестор. Аккумуляция международных по преимуществу инвесторов и бумаг — неверный принцип. Для формирования же локального инвестора в РФ следует сделать очень многое. В частности, должна быть создана нормативно-правовая база. А также должны существовать нормы и правила, не закрепленные законодательно. И здесь велика роль СРО: они должны устанавливать единые правила, которые исключают возможность недобросовестного поведения участников рынка. «Скелетов в шкафу быть не должно», — сообщил глава ФСФР присутствовавшим брокерам.

Индустрия коллективных инвестиций

Панель 2. «Инвестиционные институты — испытание на прочность» (модератор — Ирина Россиус, ведущая главной редакции новостей телеканала «Вести»)

Участники дискуссии: Сергей Харламов (ФСФР России); Андрей Мельников (Агентство страхования вкладов, заместитель руководителя); Рубен Аганбегян («Ренессанс-Капитал», заместитель генерального директора); Михаил Хабаров (УК «Альфа-Капитал», генеральный директор); Олег Михасенко (компания «Брокеркредитсервис», генеральный директор); Жак Дер Мегредичян (компания «Тройка Диалог», генеральный директор); Елена Сухорукова (глава Управления инвестиционно-банковской деятельности и глобальных рынков НПФ «Благосостояние», исполнительный директор).

Проблемы, которые решает сегодня рынок коллективных инвестиций, — сообщил залу Сергей Харламов, — можно рассматривать как антикризисные изменения, но их регулирование закладывалась задолго до кризиса. Закон об инвестиционных фондах дал возможность разграничить комплексы услуг для квалифицированных и неквалифицированных инвесторов. Сейчас актуальны вопросы привлечения в индустрию крупных инвесторов, предоставления сервисов для неквалифицированных инвесторов.

ФСФР развивает также темы инфраструктурных законов (об организованном рынке, о клиринге, о ЦД), вопросы налогообложения, вопросы защиты розничных инвесторов.

Идет работа по созданию компенсационного фонда.

Возможны и другие локальные поправки в регулировании: кризис дает возможность делать их достаточно оперативно, заметил г-н Харламов.

Андрей Мельников рассказал о текущей работе Агентства страхования вкладов, а затем сконцентрировался на проблемах создания компенсационного фонда. По мысли докладчика, в настоящее время сегментом, наиболее подготовленным для запуска такого рода механизма, является брокерская деятельность. В заключение г-н Мельников сообщил, что в обозримом будущем участники рынка получат возможность ознакомиться с первой версией соответствующего закона и публично обсудить ее.

Есть ощущение, — констатировал **Рубен Аганбегян**, — что кризис затихает. В этой ситуации возникает вопрос: когда же откроется первичный рынок? Оптимистически прогноз таков: IPO могут начаться в следующем году. Очень важно отметить, — продолжил г-н Аганбегян, — что, хотя российский рынок упал сильно, инвесторы от него не отвернулись. Кризис, кроме того, выявил системные проблемы нашего рынка, и пока он все-таки закрыт, можно заняться его реформированием, выявить риски системы и адаптировать ее под интересы инвестора.

Общая страновая задача — формирование длинных денег.

Жак дер Мегредичян говорил о том, что крах инвестиционных банков не

является крахом самой модели инвестиционно-банковской деятельности. Проблема заключается в том, что инвестбанки стали работать как хедж-фонды и имели собственные позиции. Сложно понять, что произойдет с этой моделью в ближайшем будущем, но перемены будут кардинальными. Если Россия хочет иметь сильный фондовый рынок, то нужно делать многое. Одна из ключевых мер — следует думать о сохранении сильных национальных игроков. А также о том, что первичный рынок должен оставаться в Москве, — сказал в заключение г-н Мегредичян.

В годы роста российские производители не научились делать хорошие машины и растить упитанных бройлеров, — сказал **Михаил Хабаров**. — Конечно, это досадно. Но по-настоящему следует жалеть лишь о том, что страна не научилась делать хорошие деньги — длинные и дешевые. А без этого нельзя стать передовой страной.

Российские корпорации занимали деньги для своего развития на Западе. Там их источником является средний класс, и построены соответствующие системы сбора этих денег. Создание аналогичных систем является, по мысли г-на Хабарова, одной из главных задач отечественных финансов.

Елена Сухорукова поблагодарила ФСФР за усилия по созданию законодательства, стимулирующего появление долгосрочных инвестиций. Назвав «крайне положительным» решение о выпуске инфраструктурных облигаций, она предположила, что именно этот институт «позволит внутреннему инвестору поднять инфраструктуру страны».

Конец тучных лет

Панель 3. «Макроэкономические оценки кризиса» (модератор — Александр Кареевский, заместитель главного редактора телеканала «Вести»)

Участники дискуссии: Наталья Орлова («Альфа-банк», главный экономист); Алексей Ведев (Банк Москвы, директор центра стратегических исследований); Ярослав Лисоволик («Дойче банк», главный экономист); Данилов Юрий (ЦРФР, директор).

Наша экономика, — заметила **Наталья Орлова**, начиная дискуссию, — не самая закредитованная. Причем объемы кредитов сокращаются, уменьшая левередж системы. Статистика внешнего долга в 4-м квартале хорошая. Все это внушает оптимистичные ожидания, что к 2010 году Россия может прийти с небольшим долгом. Но ситуация в мире остается неясной.

Ближайшие месяцы, по оценке г-жи Орловой, могут принести некоторую стабильность. Ключевой вопрос — предложение ликвидности от ЦБ. Можно рассчитывать, что ее будет достаточно. По графику погашения беззалоговых кредитов большие суммы (600 млрд руб.) будут изыматься лишь в июле.

Но во втором полугодии можно ожидать вторую волну кризиса. Хотя объем долга российских компаний невелик (около 780 млрд долл.), но в значительной степени эти долги являются краткосрочными — 220 млрд долл. придется отдавать в ближайшие месяцы. Это проблема, и ее надо решать, иначе банки зашьют долги в балансы, и это парализует возможности роста экономики.

Возврат темпов роста будет зависеть от принятых решений, рост может случиться уже в 2010–1011 годах. Но в текущем году, заключила г-жа Орлова, рост будет нулевым.

Алексей Ведев говорил о минимизации последствий кризиса, имеющихся структурных проблемах (перекредитованность экономики, сегментация банковской системы) и выработке антикризисной стратегии.

— Почему наши предприятия не могли занимать в России? — задал г-ну Ведеву вопрос модератор.

— Денег в России нет и не предвидится, — ответил г-н Ведев. — По

нашим подсчетам, разместить деньги на пятилетние депозиты имеет возможность лишь 0,5% населения РФ.

По мысли **Ярослава Лисоволика**, спад потребления в РФ будет продолжаться, и ключевым здесь является вопрос об импортозамещении. Прогноз «Дойче банка» по темпам роста мировой экономики в текущем году – 1,9%. Такое резкое замедление скажется на сырьевых ценах. В 2010 году «Дойче банк» ожидает рост около 2%.

Юрий Данилов начал с замечания о том, что кризис показал: наши олигархи являются в большей степени политтехнологами, нежели бизнесменами.

Далее он сосредоточился на уроках кризиса. По мысли г-на Данилова, кризис показал, что мы слабее наших ближайших конкурентов — стран БРИК и Кореи. Их рынки более устойчивы, у них выше качество государственного управления. Российская антикризисная программа нацелена на стабильность, а не на прорыв. Заливаются деньгами предприятия, которые создают отрицательную добавленную стоимость. Россию ожидает длительная стагнация, а когда рост возобновится, он будет низким.

Не судимы будете?

Панель 4. «Ужесточение ответственности за манипулирование и инсайд и вопросы управления рисками» (модератор — Мария Черемисина, заместитель председателя правления НАУФОР).

Участники дискуссии: Елена Курицына (ФСФР России, заместитель руководителя), Алексей Тимофеев (НАУФОР, председателя Правления); Екатерина Казаченко (ООО «Барклайс Капитал», генеральный директор).

Выступление **Елены Курицыной** было целиком посвящено теме вхождения в силу нового Кодекса об административных правонарушениях и работе над Законом о манипулировании и инсайде. Г-жа Курицына отметила, что в профессиональном сообществе нет единого понимания по части ответственности за манипулирование и инсайд. Уголовная ответственность, заверила она собравшихся, будет возможна лишь после вступления в силу базового закона. А пока ФСФР открыта для диалога с профучастниками относительно норм законопроекта: диалог не просто приветствуется, он необходим!

Как заметил **Алексей Тимофеев**, в Гонконге судебную ответственность за инсайд обсуждают уже 15 лет и пока не торопятся вводить. Принять закон об инсайде необходимо, но при его принятии должен быть найден юридический компромисс для обеспечения максимальной юридической определенности.

Екатерина Казаченко как председатель правового комитета НАУФОР детально рассказала о работе над стандартами НАУФОР в области инсайда и манипулирования. И несмотря на позднее время (регламент работы конференции был значительно превышен), присутствовавшие представители профессионального сообщества слушали финальное выступление без малейших признаков нетерпения или усталости, буквально ловя каждое слово докладчика. ◻

Ирина Слюсарева

Алексашенко С. Битва за рубль: Взгляд участника событий. — М.: Время, 2009. — 208 с.

Книга была написана бывшим первым заместителем председателя Банка России по горячим следам дефолта 1998 года и готовилась к переизданию к десятилетию тех памятных событий. Осенью 2008 года, когда книга была сдана в печать, рассматриваемая в ней тема вновь стала актуальной.

Подробно и документировано рассматривается период российской экономической истории с 1994 по 1998 год, связанный с попытками создать устойчивую национальную валюту. Автор указывает, что к началу 1998 года страна «могла гордиться самыми низкими темпами инфляции в Восточной Европе... национальная валюта была одной из самых устойчивых среди стран с переходной экономикой... финансовый рынок стал привлекательным для крупнейших международных финансовых институтов».

К сожалению, все эти прекрасные результаты покоились на фундаменте из песка. «Устойчивость» рубля обеспечивалась громадными заимствованиями как внутри страны, так и за рубежом. Основой поддержания устойчивого курса рубля были, как известно, кредиты МВФ, а макроэкономическая политика правительства России определялась на переговорах с МВФ.

В тоже время правительство было не в состоянии обеспечить собираемость налогов и компенсировало их недобор с помощью ГКО. Огромный приток иностранного капитала на российский финансовый рынок создал к осени 1997 года иллюзию существенного улучшения экономической ситуации. Все — от Минфина до отдельных предприятий — стали привлекать кредитные ресурсы на международных финансовых рынках.

Затем в августе 1998 года наступил закономерный крах. Финансовая пирамида рухнула, платить по долгам оказалось нечем.

Автор задается вопросом: выучены ли уроки кризиса 1998 года? В известной степени — да. Уже правительство Примакова проводило жесткую бюджетную политику, а в начале 2000-х годов был выстроен Стабилизационный фонд. В 2004 году российский власти быстро купировали банковский кризис, начинавшийся в связи с проблемами ГУТА-банка.

Но, с другой стороны, недавнее стремительное нарастание внешнего долга банковского и корпоративного секторов говорит о том, что умение жить «на свои» сформировалось в России не до конца.

Невыученным, по мнению Сергея Алексашенко, оказался и урок борьбы с инфляцией. Российской экономике нужна низкая инфляция для того, чтобы «начать производить что-такое, что пользовалось бы спросом за ее пределами, и желательно, чтобы это "что-то" не было исключительно сырьем».

В. К.