Содержание

№5 май 2009

ТЕМА НОМЕРА: ВЫРАЩИВАНИЕ ЭЛИТЫ

6 **Сила ограничений**

Управляющий директор и главный экономист ИК «Тройка Диалог» Евгений Гавриленков рассказывает главному редактору журнала «Вестник НАУФОР» Ирине Слюсаревой о том, почему в тяжелые времена востребована внутренняя морковка и по каким причинам ведущие страны должны стать на путь макроэкономических ограничений.

ЭКСПЕРТНОЕ МНЕНИЕ

20 **Интерес к риску**

Рынок акций РФ второй месяц подряд демонстрирует активный рост, рубль укрепляется к бивалютной корзине.

МИРОВЫЕ ФИНАНСЫ

24 **Резервная валюта и кризис перепотребления**

Длительное накачивание экономики дешевыми кредитными деньгами не могло не привести к кризису. Выход из него лежит через экономическое, инновационное и социальное развитие региональных центров, которое опиралось бы на мощный и конкурентоспособный финансовый центр и собственную резервную валюту.

ЗАДАЧА / РЕШЕНИЕ

32 **Кредитные дефолтные свопы: переоценка**

CDS будут восприниматься не как «оружие массового поражения», а как полноценные инструменты финансового рынка.

52 **Сафари — только по лицензиям**

Ликвидность и прозрачность биржевого рынка во многом определяет присутствие на нем маркетмейкеров.

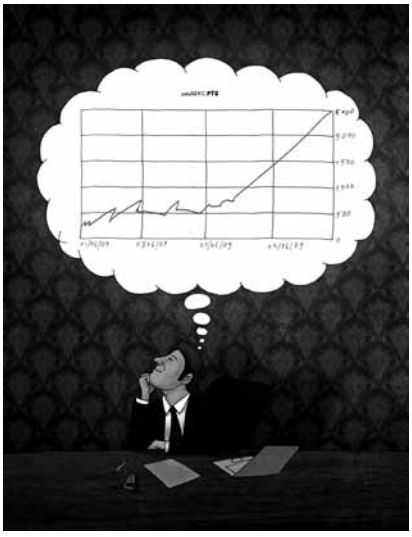
58 **Наступает сезон отдачи**

Приоритетами для российских брокеров должны сегодня стать национальная ориентированность и принцип личной ответственности.

МЕРОПРИЯТИЕ

62 **Элита фондового рынка**

Национальная ассоциация участников фондового рынка 21 мая 2009 года вручила награды лауреатам Национального конкурса «Элита фондового рынка» за 2008 год .



ТЕМА НОМЕРА: ВЫРАЩИВАНИЕ ЭЛИТЫ

Неоднозначный кризис

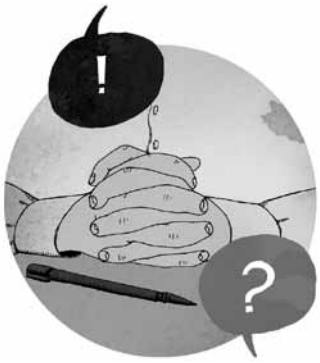
Юрий Минцев, вице-президент Финансовой группы «Брокеркредитсервис», рассказывает главному редактору журнала «Вестник НАУФОР» Ирине Слюсаревой о том, как компания работает в условиях кризиса, о системе новых структурных продуктов и об институциональных проблемах рынка.

14

КНИЖНАЯ ПОЛКА

Гилман М. Дефолт, которого могло не быть. — М.: Время, 2009

64



ПРОФСООБЩЕСТВО

НАУФОР консультирует

На вопросы профессиональных участников отвечают специалисты Управления контроля за деятельностью членов НАУФОР.

4

38

ЗАДАЧА / РЕШЕНИЕ

Стратегическое кредитование

Операции кредитования ценными бумагами: мировой опыт и возможности развития в России.

Выращивание элиты

Один из отцов-основателей США, автор Декларации независимости Томас Джефферсон был, полагаю, эталонным янки.

В определенной степени, он сам также явился эталоном, поскольку склад его личности повлиял на формирование национального характера.

Основные черты этого характера хорошо известны: сильное рациональное мышление, здравомыслие, упорство в труде и учебе, некоторая скаредность, а также неукоснительное стремление к идеалу. Именно этот набор качеств, надо полагать, обеспечил янки их нынешнее, далеко не последнее, место в геополитических раскладах.

А еще Джефферсон, будучи любящим дедом, написал для одной из своих внучек свод полезных советов, актуальных по сей день. Мне особенно нравится правило, которое гласит: не бывает случая жалеть о том, что съел слишком мало.

Именно такого рода простые рекомендации (думается иногда) способны воспитать национальную элиту. Потому что элитарность — это не только (допустим) образовательный ценз, профессионализм или широта возможностей, но также способность к самоограничению. Аскет может быть сильнее владыки, история это не раз доказывала.

Не хочется лишней прямолинейности, но тема этого номера — формирование элиты фондового рынка.

Под этим углом зрения материалы, посвященные конкурсу «Элита фондового рынка», вполне логично стыкуются со статьей одного из отцов-основателей нашего рынка Анатолия Гавриленко.

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»
Владимир Евстигнеев, д.э.н., зав. кафедрой ГУ-ВШЭ, зав. сектором ИМЭМО РАН
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.

Общее собрание НАУФОР

Перед участниками собрания выступил председатель Правления ассоциации Алексей Тимофеев с отчетным докладом за 2008 год. Общее собрание утвердило основные направления деятельности ассоциации на 2009–1010 годы.

В 2009 – 2010 годах НАУФОР продолжит осуществление целенаправленных мероприятий, предусматривающих повышение качества услуг, предоставляемых профессиональными участниками рынка ценных бумаг — членами НАУФОР, в том числе розничным инвесторам, повышение надежности профессиональных участников рынка ценных бумаг — членов НАУФОР.

НАУФОР как крупнейшая саморегулируемая организация на фондовом рынке, одной из основных целей деятельности которой является развитие и совершенствование системы регулирования рынка ценных бумаг, будет участвовать в разработке следующих законопроектов:

- Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» и другие законодательные акты Российской Федерации в части регулирования деятельности инвестиционных консультантов, предоставления услуг розничным инвесторам;
- Федеральный закон «О несостоятельности (банкротстве)» в части обеспечения завершения расчетов по обязательствам, возникшим в результате клиринга;
- Федеральный закон о внесении изменений в Налоговый кодекс Российской Федерации в части уточнения налогообложения операций при размещении и обращении российских депозитарных расписок, уточнения порядка налогообложения операций РЕПО, исключения обязанности организаций по переоценке опционов;
- Федеральный закон «Об организованных торгах»;
- Федеральный закон «О центральном депозитарии»;
- Федеральный закон «О клиринге»;
- Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» в части упрощения процедуры эмиссии ценных бумаг для квалифицированных инвесторов;
- Федеральный закон «О рекламе» и другие законодательные акты РФ в части совершенствования механизма регулирования рекламы финансовых услуг;
- отдельные законодательные акты в части обеспечения использования механизмов срочного рынка при ценообразовании на товары, энергоносители и сырье.

При разработке проектов указанных нормативных правовых актов НАУФОР намерена осуществлять тесное взаимодействие с ФСФР России и другими государственными органами, к компетенции которых относится регулирование финансового рынка.

В 2009 – 2010 годах НАУФОР планирует завершить подготовку Кодекса НАУФОР и обсудить его с комитетами и рабочими группами. По результатам обсуждения Кодекса планируется начать его последовательное введение в действие.

НАУФОР продолжит наполнять и поддерживать правовую базу для членов НАУФОР и продолжит работу по анализу судебной практики по вопросам рынка ценных бумаг.

Совершенствование контрольных функций НАУФОР в 2009 – 2010 годах будет подчинено задаче привлечения на отечественный фондовый рынок долгосрочного инвестора. В связи с этим НАУФОР будет разрабатывать систему взаимодействия с ФСФР России при регулировании деятельности на фондовом рынке, осуществлении пруденциального надзора.

Во взаимодействии с ООО «Консалтинговый центр НАУФОР» будут проводиться семинары по актуальным вопросам финансового рынка (как в Москве, так и в других регионах России).

В 2009 — 2010 году НАУФОР будет проводить публичные и информационные мероприятия, способствующие развитию финансового рынка, в том числе ежегодную конференцию НАУФОР «Российский фондовый рынок».

В течение 2009 года НАУФОР проведет ряд информационных семинаров и круглых столов для профессиональных участников рынка ценных бумаг по основным вопросам их деятельности в формате онлайн-семинаров и выездных семинаров.

Осенью 2009 года НАУФОР планирует провести в Екатеринбурге вторую Уральскую конференцию «Российский фондовый рынок». ◻

НАУФОР консультирует

На вопросы профессиональных участников отвечают специалисты Управления контроля за деятельностью членов НАУФОР

Одной из целей НАУФОР является развитие и повышение эффективности бизнес-процессов в сфере профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг. В этом номере специалисты НАУФОР отвечают на вопросы, относящиеся к понятию «квалифицированный инвестор», квалификации иностранных ценных бумаг и налогообложению физических лиц.

Консультации специалистов НАУФОР см. в №№ 2, 3, 5, 6, 7-8, 10 2008 года

ФЗ «О рынке ценных бумаг» было введено понятие квалифицированного инвестора. Как должен действовать депозитарий в следующей ситуации: брокер в соответствии с ФЗ «О рынке ценных бумаг» и нормативными документами ФСФР признал клиента квалифицированным инвестором, после чего заключил сделку по приобретению по поручению и за счет указанного инвестора ценных бумаг, предназначенных для квалифицированных инвесторов. Во исполнение сделки ценные бумаги должны быть зачислены на счет депо указанного инвестора в депозитарии. Однако действующие нормативные акты не позволяют депозитарию признавать клиента квалифицированным инвестором, в связи с чем депозитарий не вправе зачислить указанные ценные бумаги на счет депо депонента.

Как в этой ситуации следует действовать депозитарию при условии, что вышестоящим депозитарием указанные ценные бумаги уже зачислены на счет номинального держателя указанного депозитария?

На основании статьи 7 ФЗ «О рынке ценных бумаг»: «Депозитарии, осуществляющие учет прав на ценные бумаги, предназначенные для квалифицированных инвесторов, вправе зачислять указанные ценные бумаги на счет депо владельца, только если последний является квалифицированным инвестором либо не является квалифицированным инвестором, но приобрел указанные ценные бумаги в результате универсального правопреемства, конвертации, в том числе при реорганизации, распределения имущества ликвидируемого юридического лица и в иных случаях, установленных федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг».

Квалифицировать инвестора депозитарий не вправе, поэтому если брокер признал клиента

квалифицированным инвестором, то депозитарий должен зачислить ценные бумаги на счет депо владельца. Но до этого депозитарий должен получить информацию от брокера, что инвестор является квалифицированным. Для этого депозитарию целесообразно завести соответствующую графу в анкете своего депонента.

Если же бумаги зачислены на счет номинального держателя и не могут быть зачислены на счет депо владельца в депозитарии, потому что депонент не является квалифицированным инвестором, эти бумаги должны быть отправлены обратно.

Какой источник информации, в частности в сети Интернет, является достоверным для определения кодов регистрации в целях депозитарного учета, ISIN и CFI для иностранных финансовых инструментов?

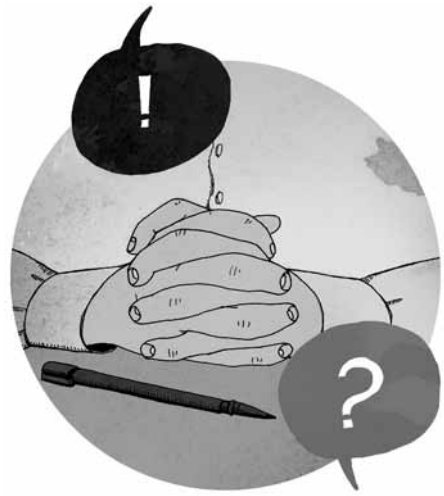
Иностранный финансовый инструмент может быть признан ценной бумагой, если он удовлетворяет требованиям «Положения о квалификации иностранных финансовых инструментов в качестве ценных бумаг», утвержденного Приказом от 23 октября 2007 года № 07-105/пз-н: наличие кода CFI и соответствие этого кода требованиям этого Положения. Если ценная бумага не удовлетворяет этим требованиям, ее можно квалифицировать индивидуально, отправив запрос в ФСФР. Информацию о присвоенном CFI можно получать с сайтов: Ассоциации национальных нумерующих агентств www.web-anna.ru, национальных нумерующих агентств, в частности, НДЦ (www.isin.ru), а также на сайте ФСФР.

Каков порядок налогообложения доходов физических лиц, полученных по операциям с финансовыми инструментами срочных сделок (далее — ФИСС), базисным активом по которым не являются ценные бумаги или фондовые индексы?

В соответствии с письмом Минфина России от 31 декабря 2008 года № 03-04-06-01/395 (далее — Письмо) в отношении доходов, полученных от операций с финансовыми инструментами срочных сделок, базисным активом по которым являются не ценные бумаги или фондовые индексы, рассчитываемые организаторами торговли на рынке ценных бумаг, а также по другим операциям с финансовыми инструментами срочных сделок, которые не упомянуты в статье 214.1 Налогового кодекса Российской Федерации (далее — НК РФ), исчисление и уплата налога производится в общем порядке. Таким образом, порядок налогообложения, установленный статьей 214.1 к ФИСС, базисным активом по которым не являются ценные бумаги или фондовые индексы, не применяется.

По нашему мнению, доход по указанным ФИСС, подлежащий налогообложению, может определяться на дату закрытия позиции в соответствии со статьей 214.1 НК РФ с учетом положений статей 41 и 223 НК РФ.

Согласно Письму налоговая база по операциям с ФИСС, базисным активом по которым являются ценные бумаги или фондовые индексы, должна определяться отдельно от налоговой базы по операциям с ФИСС, базисным активом по которым является иное имущество.



На наш взгляд, из положений Письма можно сделать вывод о том, что по ФИСС, не указанным в статье 214.1 НК РФ, учитываются только доходные операции, так как порядок определения расходов статьями 208-210 НК РФ не установлен. Таким образом, налогообложение будет проходить без сальдирования вариационной маржи с учетом только прибыльных позиций. ◻

Евгений Гавриленков
управляющий директор
ИК «Тройка Диалог»,
Главный экономист

Сила ограничений

Финансовые власти убеждены, что в кризис регулирование финансового сектора необходимо усиливать. Но дело не в регулировании

Управляющий директор и главный экономист ИК «Тройка Диалог» Евгений Гавриленков рассказывает главному редактору журнала «Вестник НАУФОР» Ирине Слюсаревой о том, почему в тяжелые времена востребована внутренняя морковка и по каким причинам ведущие страны должны стать на путь макроэкономических ограничений.

— Считаете ли вы, Евгений Евгеньевич, что природа кризисов примерно одинакова — или она в каждом случае различна?

— У всех кризисов есть что-то общее. Хотя не менее существенно то, что каждый очередной кризис имеет также собственную специфику. Будь это иначе, не было бы так сложно предугадывать наступление кризисов.

А люди, безусловно, хотели бы научиться их предсказывать, в связи с чем наработана определенная, достаточно обширная теоретическая база. Но сейчас я не хочу еще раз обсуждать эти гипотезы — длинные циклы Кондратьева или короткие циклы Жюгляра, а также тренды фундаментального развития экономики или сырьевых и товарных рынков и тому подобные вещи.

Какова природа кризисов? И, еще более конкретно, по каким причинам возник нынешний кризис? Сейчас пресса полна обвинений в адрес финансового сообщества, финансовых институтов, которые якобы вызвали кризис своими недостаточно предусмотрительными или даже эгоистическими действиями. В результате чего во многих странах власти приходят к необходимости усиления регулирования финансового сектора. Этот доминирующий посыл пришел в ноябре, когда «двадцатка» (Group of Twenty Finance Ministers and Central Bank Governors) собралась по поводу кризиса в первый раз. Тогда впервые было сказано об усилении регулирования. Те же идеи были воспроизведены и на последней встрече G20.

Но я с этой позицией не вполне согласен.

В моем понимании кризис — это не только результат деятельности людей типа Бернарда Мэдоф (Madoff), которые действительно руководствуются эгоистическими мотивами. Кризис — также результат работы регуляторов. Поэтому я всегда категорически возражаю против убеждения, что возможно создать некоего совершенного регулятора, способного не делать ошибок.

Скорее наоборот. Кризис, как правило, произрастает из того, что регуляторы, в силу тех или иных причин (не обязательно экономических, но также политических, социальных) идут на ослабление макроэкономической политики. Название этому явлению — популизм.

Популизм понятен, объясним и даже оправдан, в ситуации, например, 11 сентября, когда падали

потребительские настроения и вообще все было плохо. Но популизм не должен быть постоянным и чрезмерным. Совершенно естественно, что в такой момент нужно поддержать внутренний спрос, поэтому снижались процентные ставки, увеличивался дефицит бюджета. Но в целом это означает, что страна начинает жить в долг.

Если мы посмотрим на все предыдущие кризисы, то увидим, что у них есть определенная цикличность. В той же самой Америке одна администрация, как правило, наращивает государственный долг, а другая его сокращает. Объемы государственных заимствований сопряжены с состоянием и поведением финансовой системы, фондового рынка, других рынков.

Причиной многих предыдущих кризисов, наблюдавшихся в разных странах, на мой взгляд, был популизм.

Он же стал причиной также и нынешнего кризиса. В этом, последнем, случае популистские действия властей США были ответом на трагические события 11 сентября. Процентные ставки снова были снижены, деньги стали чрезмерно доступными, американские власти дали населению больше возможностей покупать жилье в кредит, по низким ставкам.

В результате реальные ставки стали для банков отрицательными. Совершенно очевидно, что в условиях отрицательных реальных процентных ставок банки стремятся как можно быстрее избавиться от денег, которые легко получили. И идут на повышенные риски.

Поэтому первый шаг по раскручиванию спирали кризиса сделали регуляторы, а не банки.

Когда возникает возможность получать деньги, условно говоря, под один процент или даже меньше, то совершенно логично как можно быстрее эти дешевые ресурсы куда-то разместить, чтоб получить новую порцию дешевых денег.

В этих условиях риски, конечно, оцениваются неадекватно. Все рыночные агенты ощущают некоторое неравновесие, поэтому появляется идея создания сложных финансовых инструментов, посредством которых становится возможным сделать из рисков рыночный продукт и продать его, тем самым от него избавившись. Скажем, банки, которые давали ипотечные кредиты, переупаковывали эти долги и затем продавали их по всему миру. Вероятно, это снижало риск определенного банка, но не снижало риски системы в целом.

Отсюда и вырос кризис. Вот те макроэкономические причины, которые побудили финансовые институты совершать такого рода рискованные операции. Далее всё шло по нарастающей.

— Можно ли немного переформулировать то, что вы сказали? Справедливо ли утверждать, что если участники финансового рынка стремятся избавиться от рисков, то задача регуляторов — понимать, что избавиться от рисков невозможно в принципе?

— Совершенно верно. Если создается среда, где риски как бы приветствуются, то регулятор ничего не может сделать.

Поэтому я и начал с того, что идея борьбы с кризисом через усиление регулирования порочна по своей сути. По крайней мере, в таких масштабах.

Я не против регулирования как такового. Мой тезис таков: если макроэкономическая среда более адекватная, более жесткая, тогда и усилий по регулированию требуется меньше. В такой среде меньше шансов на то, что частные финансовые институты пойдут на повышенные риски.

— То есть, вы выдвигаете идею нового Маастрихтского соглашения? Не строить мирового мегарегулятора над национальными регуляторами, а по новой договориться и поменять правила игры?

— Когда лет 20-30 назад мир был финансово более сегментирован, существовали определенные ограничения на потоки капитала. Сейчас мы от этого ушли. Деньги свободно перемещаются за считанные мгновения из одной точки в другую в гигантских масштабах. Регуляторы в этих условиях, по сути, утратили контроль над динамикой денежного предложения.

С одной стороны, появились эмитируемые частными финансовыми институтами квазиденьги (те самые финансовые производные инструменты), с другой — значительный размах приобрел carry trade (любимое занятие хедж-фондов и не только), когда происходит заимствование в валюте, имеющей низкую процентную ставку, конвертация в валюту другой страны с высокой процентной ставкой, а затем размещение этих денег на денежном или фондовом рынке. Страны разные, и в них во всех разные условия: скажем, в Японии процентная ставка близка к нулю, а в Британии несколько лет назад она была под 6%.

Любой частный финансовый институт занимает там, где ставка нулевая, покупает облигации государств там, где ставка выше и тем самым создает деньги в другой части мира. То есть денежная база находится, условно, в Японии (или Швейцарии), где ставка ниже, а реальные деньги создаются там, где ставка выше. Поэтому, когда исчезли ограничения на потоки капитала и частные финансовые институты стали активными участниками создания денег в глобальных масштабах, мир поменялся. В частности, возникла повышенная волатильность валютных курсов.

И это принципиальное изменение.

В этих условиях нужна определенная ответственность со стороны регуляторов как таковых, как это произошло при заключении Маастрихтского договора.

Америка — наиболее показательный пример, она может себе позволить популизм не особенно считаясь с другими странами, поскольку представляет собой четверть мирового ВВП, ее валюта является резервной, и на нее все ориентируются. Но когда идут неподконтрольные финансовым властям процессы, когда возникают значительные

денежные перетоки, когда на валютных рынках наблюдается повышенная волатильность (доллар в считанные месяцы может упасть до 1,6 против евро, а потом укрепиться до 1, 2), то доллар как резервная валюта становится плохим бенчмарком. Чтобы уменьшить масштабы этого явления, ведущие страны должны принять на себя определенные обязательства, то есть поступить точно так же, как поступили в свое время европейцы при создании еврозоны и единой валюты. Нет, я пока не призываю к созданию единой мировой валюты (смеется). Но ведущим странам имело бы смысл принять ряд макроэкономических ограничений — например, ограничить дефицит национального бюджета определенными порогами (скажем, тремя процентами, как это сделано в Маастрихте).

Следующей мерой, я думаю, должно стать недопущение реальных отрицательных процентных ставок. Если страна решает возникающие у нее проблемы снижением ставок, то тем самым она либо перекладывает свои проблемы на других, либо других побуждает идти по тому же пути, что несправедливо. Договариваться в будущем все равно придется, и прообразом будущего соглашения государств должен стать договор типа Маастрихтского.

— Разве волатильность может быть искоренена?

— Волатильность — следствие, ее искоренить нельзя. Просто если правительственными и денежными властями будут приняты определенные обязательства, то волатильность естественным образом уменьшится.

Я не призываю отказаться от регулирования, просто в условиях ограничений регулирования потребуется меньше.

— У нас возникло боковое ответвление разговора — о новой валюте. Считаете ли вы, что это чистые фантазии — или в предложениях типа евраза что-то есть?

— Я не сторонник создания искусственных новых валют. Даже евроденьги были созданы не сразу. Причем абсолютно необходимым условием для

подобных процессов является фактор стабильности. Страны должны доказать способность придерживаться взятых на себя обязательств. Поэтому создание новой валюты, будет ли оно происходить в рамках какого-то региона (пару лет назад обсуждался азиатский аналог евро), или внутри СНГ, или на глобальном уровне, в любом варианте невозможно без того, чтобы страны хоть как-то не унифицировали свою макроэкономическую политику — по критериям дефицита бюджета, государственного долга, инфляции, процентной ставки и так далее. А там пусть рынок решит, какая валюта более востребована.

— Российский кризис целиком определяется течением мирового, или у него есть какие-то особенности?

— Думаю, у нашего кризиса есть национальные особенности, так же как в ряде других стран. Кризис в Америке и кризис в Британии весьма различны. Даже в той же самой еврозоне отличия существенны, — скажем, кризис в Испании отличается от кризиса в скандинавских странах.

Течение кризиса, его условия определяются структурой экономики, ее специализацией. В Америке имеет место искусственно стимулированный внутренний спрос, низкие процентные ставки и растущий дефицит бюджета. В этом сценарии, кстати, есть некие пересечения с Россией — наш кризис тоже возник во многом из-за того, что мы искусственно раздули наш внутренний спрос. С одной стороны, этому способствовали постоянно увеличивавшиеся цены на сырьевые товары и, помимо этого, приток капитала (в первую очередь — внешних заимствований); то есть объем долга рос быстрее, чем росла экономика. Это означает, что спрос стимулировался искусственно, потому что деньги были дешевы.

Но, помимо общего, есть существенные различия. Если мы смотрим на американскую экономику, то там (если рассматривать агрегированные балансы внутри экономики), со стороны активов во многом выступают квазиденьги, то есть те финансовые инструменты, которые были искусственно раздуты. В то же время со стороны обязательств, как правило, мы имеем реальные обязательства в реальных деньгах. Когда активы искусственно раздуты и стоимость их не падает, то баланс вроде бы сохраняется. Но если по каким-то причинам происходит резкое сжатие активов, то возникает дисбаланс между активами и обязательствами.

Отсюда происходит невозможность экономики нормально функционировать до тех пор, пока этот дисбаланс не будет устранен.

Почему сейчас Америка и ряд других стран продолжают закачивать деньги в свои экономики (так же, как это делала Япония в 90-х годах)? Для того чтобы система как-то выправила свои внутренние балансы. В России этой проблемы в таких масштабах не было. Во-первых, сама российская финансовая система гораздо меньше — и в абсолютных объемах, и в процентном отношении к ВВП. Это означает, что она может восстановиться гораздо быстрее. Еще одно отличие России от, скажем, азиатских стран состоит в том, что последние являются экспортерами готовой продукции (как США, страны еврозоны). Поэтому если в Китае, Японии сжимается спрос (поскольку сжимаются активы), то это моментально транслируется в снижение производства, поскольку они экспортируют автомобили и бытовую технику в другие страны. Мы же пока экспортировать автомобили в Америку не способны, телевизоры тоже туда не ввозим. Мы соединены с внешним миром в основном через трубы (я сознательно немного упрощаю), а эластичность трубопроводного экспорта, как правило, ниже. Если спрос на автомобили может упасть на 30–40%, то спрос на нефть настолько не упадет. Таким образом, азиатские страны при снижении спроса в Америке получают прямое воздействие на их производство в физических объемах; мы же получаем шок с финансовой стороны, со стороны снизившихся цен, в то время как прямого масштабного воздействия на физические объемы экспорта нефти и газа нет.

К финансовому шоку в принципе легче и быстрее приспособиться.

Поэтому теоретически мы можем восстановиться быстрее, девальвировав национальную валюту (что мы сделали) и способствуя, тем самым, импортозамещению. Например, можно ввозить меньше сыра из Прибалтики, а производить больше ярославского и костромского, питаться нашей внутренней морковкой вместо зарубежной и так далее.

— Вы говорили о том, что необходимо очистить балансы, плохие активы каким-то образом привести в соотношение с реальностью. За счет кого же, в конечном счете, произойдет очищение?

— Это произойдет не за счет кого-то: просто происходит вброс в систему новых денег.

— Допустим, пенсионные фонды Америки инвестировали в акции. Эти акции не поднимутся до прежних ценовых уровней, скажем, в ближайшие 20 лет. Значит, люди, которые вкладывали в эти активы свои реальные деньги, не получат их обратно в исходном объеме?

— Все зависит от того, когда именно эти деньги вошли в систему. Если эти пенсионные деньги вошли туда, скажем, четыре года назад, то они очень быстро вернутся. Не повезло тем, кто вошел год-два тому назад. Пузыри на рынках уже сдулись, и пострадали те, кто вошел в них на пике. А те, кто вошел 20 лет назад, совсем не пострадали. Тот рост, который мы видели в 2005–2006 годах, был, скорее, аномалией, которая породила иллюзии, что так может продол-

жаться до бесконечности. Проиграют те, кто вложил свои деньги именно в тот период.

Но не надо забывать и о том, что именно в тот период деньги были самыми дешевыми и шальными. Это относится и к российским деньгам.

— Возможно, те люди, которые потеряли деньги, не согласны считать свои потери несущественными?

— Никто же не заставлял их входить в рынок, можно было ждать, пока рынок скорректируется. Была иллюзия, что ежегодно рынки могут расти на 100%, как это было, скажем, в России в отдельные годы. Но это была именно иллюзия.

— Есть лозунг «Деньги должны работать!» И он массированно внедрялся. Говорили: «Как! Вы держите деньги на депозитах под 10%, они же там усыхают!» И это воздействовало очень сильно. Считаете ли вы, что деньги так уж должны работать? Мне кажется, что сохранить деньги полностью в принципе нельзя никаким образом. Их можно вырабатывать путем своего труда, но они неизбежно усыхают, будучи вложены в любой актив.

— Тут все опять-таки зависит от периода, который мы рассматриваем, и от страны. Может быть и так, может быть и этак. Если мы смотрим на Россию, где ставка по депозитам была 9–10%, а инфляция — 11–12, то тут, конечно, имела место прямая потеря денег. Но ведь и вся та ситуация, в которой мы жили, была полностью аномальной.

Если мы смотрим на страны еврозоны, то там инфляция была 1,5–2%, а ставка по депозитам — 2,5–3%, в зависимости от срока вклада. Деньги, в общем-то, никто не терял, они продолжали работать, находясь в системе.

Почему в России процентная ставка была ниже инфляции? Потому что деньги постоянно приходили извне, причем в количестве большем, чем система могла поглотить и правильно

распределить. Отсюда возникала отрицательная процентная ставка — и по депозитам, и по многим видам кредитов, и на межбанковском валютном рынке.

Эта аномальная ситуация принципиально поменялась сейчас. Нюанс в том, что Центральный банк стал кредитором последней инстанции впервые в жизни, в то время как раньше он просто обменивал приходящие евро и доллары на рубли в тех объемах, которые приносили экспортеры или те, кто занимал на внешнем рынке. Поскольку экспортной выручки и заемных средств приносили много, это обусловливало высокие темпы роста денежной массы. По сути, у ЦБ не было дилеммы, покупать ли валюту. Перед ним стоял лишь вопрос, по какому курсу это делать. Что не особенно принципиально, на мой взгляд, особенно учитывая масштабы прихода валютной выручки и низкий объем накопленных в системе рублей. Поэтому мы жили в условиях 40 %, 50 % и даже 60 % прироста денежной массы в год. Ясно, что спрос на деньги такими темпами не рос, он рос по мере реального экономического роста. С одной стороны, мы видели высокую инфляцию, а с другой — отрицательные ставки, так как спрос на деньги был явно меньше их предложения.

А сейчас ЦБ стал кредитором последней инстанции. Я думаю, у нас есть все шансы наконец-то перейти совершенно в другой режим функционирования экономики, когда инфляция действительно станет ниже. Это произойдет не завтра, но правительству вполне по силам (при менее щедрой бюджетной политике) привести инфляцию на однозначный уровень достаточно быстро. Если, конечно, опять не будут сделаны очередные популистские шаги по поддержке всех и вся.

— Насколько я понимаю, почти все обещания помощи забрали обратно?

— Я думаю, что бюджетная политика сейчас будет более сдержанной, потому что именно бюджетная щедрость поддерживала ту аномальную ситуацию, когда ставки были отрицательными, и у населения не было стимула сберегать деньги, а наоборот, люди стремились больше занимать. А когда депозитная база растет медленнее, чем спрос на кредиты, то банки находят способ рефинансирования за рубежом, увеличивают внешний долг, порождают повышенный валютный риск.

— В одном из ваших последних аналитических исследований говорится о том, что Россия не только может восстановиться, а, пожалуй, уже восстанавливается?

— Сейчас (опять-таки, как никогда) очень многое зависит от действий правительства. Я считаю, что правительство сделало довольно грубую ошибку, начиная приблизительно с 2004-2005 года, когда оно радикально поменяло свою экономическую политику (говорю только о макроэкономических аспектах, хотя за ними стоят вполне конкретные политэкономические реалии). Тогда политика государства стала проциклической (2004 год — начало роста цен на нефть). Экономика и сама чувствовала себя неплохо, но правительство решило ей еще помочь, «диверсифицировать» так как оно считало правильным , закачать больше денег. На мой взгляд, это было принципиальной ошибкой. Мы не видим результатов ни от создания государственных корпораций, ни от резкого увеличения бюджетного финансирования тех или иных проектов. (Например, производители «жигулей» реагировали на нынешний кризис отнюдь не рыночным способом, повысив цены после девальвации.) Я считаю, что надо было и тогда сосредоточиться на сдерживании инфляции, для того чтобы снижать ставки на рыночном основании, чтобы деньги оставались дешевыми, а ставка при низкой инфляции не была бы отрицательной.

Инфляция сейчас — проблема номер один. Но сейчас правительство обладает возможностями сделать больше, чем когда бы то ни было. Когда несколько лет назад экономика росла без посторонней помощи, усилия правительства по ее модернизации в какой-то степени вытеснили частный сектор. В целом совокупные темпы роста оказались высокими (хотя и не ускорились), потому что приходили дешевые деньги, цена нефти росла. Это был легкий рост, и неважно (с точки зрения цифр), с помощью чего он достигался. А сейчас, повторюсь, ЦБ стал кредитором последней инстанции, инфляция стала ключевым параметром, ниже которой ЦБ не должен опускать свои ставки, чтобы не создавать еще больше проблем. Поэтому снижение инфляции является ключевой задачей правительства.

Чтобы ее снизить, надо расходовать меньше средств из бюджета. Но какая-то поддержка внутреннего спроса нужна. Это означает, что возникает насущная необходимость сделать бюджетные расходы более эффективными.

Если раньше можно было разбрасываться деньгами, раздавать их всем госкорпорациям, не особенно заботясь об инфляции, то сейчас это уже не так. Сейчас вместо того, чтобы говорить, что надо субсидировать процентные ставки для тех, кто покупает отечественные автомобили, лучше задуматься просто о снижении процентных ставок через снижение инфляции — не только для покупателей отечественных автомобилей, и производителей сельскохозяйственной продукции тоже, но и абсолютно всех участников экономической деятельности. От этого выиграют все, причем в большей степени — самые эффективные. Субсидирование же неэффективных производителей, вытесняет с рынка эффективных.

Не имеет смысла субсидировать закупки топлива для аграрного сектора или создавать искусственные схемы по развитию ипотеки — проще

создать условия, когда ставки могут быть снижены для всех. Я считаю не совсем правильными правительственные шаги по искусственному развитию ипотеки, которая в условиях высокой инфляции и малого объема накопленных средств в финансовой системе развиваться не может. Создавать искусственные схемы по поддержанию субсидированных процентных ставок по ипотечным кредитам означает в том числе и способствование поддержания высокой инфляции. По-прежнему регулировать все в ручном режиме сейчас невозможно.

Проблемы поддержания внутреннего спроса или поддержки тех или иных секторов гораздо проще решаются при низкой инфляции.

Поэтому расходовать надо, во-первых, меньше, во-вторых, эффективнее. Но я бы поддержал усилия правительства по стимулирования жилищного строительства. У правительства, мы знаем, есть определенные социальные обязательства по обеспечению жильем — перед военнослужащими, очередниками на социальное жилье, ветеранами, многодетными семьями и так далее. Однако выполнять обязательства перед ними в период, когда цены росли чуть ли не экспоненциально, было почти невозможно. Сейчас, когда все пузыри сдулись, жилищное строительство, соответственно, встало. И у правительства появился уникальный шанс сказать девелоперам, что оно дает им большой заказ на строительство, скажем, по одной тысяче долларов за квадратный метр, а не по четыре-пять тысяч, как было ранее (мы говорим сейчас не о Москве).

То есть, можно создать принципиально новый рынок бюджетного жилья. Эта эффективная мера потянула бы за собой многие другие отрасли.

Еще раз: сейчас многое зависит от правительства. Вместо того чтобы разбрасываться деньгами, как раньше, оно должно тратить меньше, эффективнее, способствовать поддержанию внутреннего спроса и снижению инфляции. Тогда условия станут более благоприятными для остальной экономики.

Я считаю, что такие шаги можно сделать довольно быстро. Еще раз повторю: как экспортеры углеводородов мы не очень сильно завязаны на проблемы Америки, которые могут решаться достаточно долго. Наш основной шок — внешние цены на нефть, которые снизились. Но к нынешним ценам легко приспособиться. Мы радовались, когда нефть стоила 20–30 долларов за баррель и ее цена не росла высокими темпами. Но это было при другом валютном курсе, при других ценах на жилье, на многие другие товары. Поэтому нужна коррекция многих других макроэкономических параметров вслед за коррекцией цены на нефть. Если нефтяная цена отступила, к примеру, на уровень 2004–2005 годов, то примерно туда же должны отступить и другие параметры, валютный курс, внутренние цены.

Поэтому Россия может расти.

Но не все так просто. Я приводил примеры того, где правительство может выступить с позиции прямого стимулирования спроса для решения конкретных социальных проблем. Но это примеры краткосрочных мер экономической политики.

В принципе российская экономика не настроена на долгосрочный устойчивый рост именно потому, что в последние годы создалась система опоры на государственные ресурсы. Это не самый эффективный рост, который может быть.

Я читал долгосрочную стратегию правительства, которое нарисовало светлое будущее (ВВП пять триллионов долларов!), которое мы должны создать, производя (там детально расписано) столько-то самолетов ТУ-204, столько-то — ТУ-154 и так далее. На мой взгляд, строить такого рода программу — полный абсурд. Я не уверен, что самолеты ТУ-204 в принципе должны существовать в 2020-м году.

Правительство говорило с экспертами о развитии малого бизнеса как стартовой площадки для развития более крупного и среднего бизнеса. Но пока такого развития нет. И не будет, пока правительство не решит проблему толерантности к «меньшинствам» во всех областях. Пока у нас по-прежнему доминирует «сила» — начиная с дорожного движения, где доминирует самый большой и самый черный автомобиль, и заканчивая экономикой. Эти установки надо принципиально менять, только тогда мы сможем перейти на более устойчивую траекторию роста. В противном случае будем идти от кризиса к кризису. Случается какой-то внешний шок, олигархические компании падают — и все встает.

— Можем ли мы поговорить о том, что ждет отечественный фондовый рынок?

— Мы видим, что когда возобновляется рост рынков в мире, он возобновляется и в России.

Российский фондовый рынок в прошлые годы рос быстрее, чем многие другие рынки. Во многом этот рост был вызван резким ростом цен на нефть. Соответственно, падали мы тоже глубже и сильнее, чем остальной мир. Принципиально важно, что российские фондовые индексы в момент самого большого падения отступили приблизительно на уровень 2004 года (т.е. туда, куда отступила цена на нефть), в то время как индекс Доу-Джонс отступил гораздо дальше назад. Поэтому я думаю, российский фондовый рынок будет расти, причем расти быстрее, чем мировые рынки, но только когда рост мировых рынков восстановится.

Отдельно Россия расти не будет. ◻

ИНДЕКС РТС
5000
3000
1500
1000
500
0
01/06/09
03/06/09
02/06/09
04/06/09

Юрий Минцев
вице-президент Финансовой группы
«Брокеркредитсервис»

Неоднозначный кризис

Во времена экономических потрясений нужно контролировать риски, но не следует забывать о новых появляющихся возможностях

Юрий Минцев, вице-президент Финансовой группы «Брокеркредитсервис», рассказывает главному редактору журнала «Вестник НАУФОР» Ирине Слюсаревой о том, как компания работает в условиях кризиса, о системе новых структурных продуктов и об институциональных проблемах рынка.

— **Готовилась ли компания БКС к кризису?**

— В принципе, следя за ходом событий в Америке, мы, конечно, предполагали, что кризис возможен и у нас. Но такой глубины, безусловно, никто не ожидал.

Я считаю, что если в компании грамотно выстроена система риск-менеджмента, то можно сказать, что она готова к кризисам. В сравнении с другими финансовыми структурами, мы пережили 4-й квартал 2008 года достаточно безболезненно, и одна из причин этого — именно четкая и слаженная работа риск-менеджеров компании.

— **Что это конкретно значит — прошли кризис достаточно безболезненно?**

— В начале кризиса мы прогнозировали падение выручки, потому что с падением цен на акции сократился объем клиентских операций и, как следствие, комиссия брокера. С другой стороны, именно в этот период мы наблюдали рекордный рост количества новых клиентов. В четвертом квартале 2008 года в нашей компании было открыто самое большое количество счетов за всю историю существования БКС.

— **Эти люди считали, что правильно прийти на рынок в тот момент, когда он падает?**

— Отчасти да, много людей было привлечено низкими ценами на российские бумаги. Тем более что падение рынка хорошо пропиарили в СМИ. Кроме того, довольно много банков и финансовых компаний, прежде оказывавших брокерские услуги, в кризис отказалась от этой деятельности — сознательно или вынужденно. У каждой из этих финансовых структур была наработана клиентская база, большая ли, маленькая. И часть этой базы, безусловно, досталась нам как одному из лидеров рынка. Мы получили и долгосрочных инвесторов, которые хотели «купить и забыть», и спекулятивно настроенных клиентов.

Что же касается выручки, то она в четвертом квартале у нас действительно сократилась, но уже в первом квартале нынешнего года увеличилась на 24,3% по сравнению с тем же периодом прошлого года.

— **Чем же весь этот позитив объясняется?**

— Происходящее по-прежнему можно объяснить, во-первых, низкими ценами на акции.

Во-вторых, в результате кризиса в сознании клиентов брокерских компаний произошел перелом, они стали иначе оценивать и наши возможности, и возможности тех компаний, которые до кризиса

считались сверхнадежными. Но свою репутацию удалось подтвердить не всем. Что касается нас, то люди на практике убедились в том, что БКС — действительно надежная компания, которая в любых условиях четко исполняет свои обязательства перед клиентами.

В-третьих, нам помогла и правильно продуманная продуктовая политика компании, направленная на быстрое реагирование на меняющиеся потребности клиентов. Таким образом, результаты кризиса были для нас, что называется, неоднозначными. С одной стороны, мы контролировали риски, с другой, не забывали о новых появляющихся возможностях.

— Как вы считаете, кризис уже в прошлом? Что нас ожидает?

— Сложно утверждать, что кризис уже закончился, многие аналитики говорят о второй волне. Поэтому делать долгосрочные прогнозы в нынешней ситуации затруднительно. Единственное, что могу сказать: в этом году мы не разрабатывали годовых планов — сейчас планирование у нас строится исключительно как квартальное.

— Вы сказали о низких ценах на российские акции. Но ряд аналитиков считает, что особо дешевых отечественных активов сейчас осталось уж не так и много.

— Аналитики рассматривают сегодняшнюю ситуацию, учитывая фундаментальные факторы. А инвестор судит о рынке на основании рыночных цен. Еще не так давно тот же Газпром и тот же Сбербанк стоили значительно дороже, чем сейчас. И потому инвестор, особенно начинающий, процент которого составляет большинство среди новых клиентов, воспринимает их нынешнюю оценку как низкую и рассчитывает на рост ценовых уровней в долгосрочной перспективе.

— Мне кажется, что прежние ценовые уровни вернутся и не скоро и не на 100%. Правда, это прогноз получается...

— Да, прогноз, а мы от них отказались (смеется). Естественно, мы не верим в то, что к концу года индекс РТС достигнет значения 2500. Насколько я помню, наши аналитики говорят о текущих значениях индекса РТС в районе 1200 пунктов на конец года.

Но, опять-таки, из-за роста последних недель, возможно, этот прогноз будет пересматриваться. Мы находимся сейчас в зоне высокой турбулентности.

— Вы ощущаете, что сделали рывок?

— Я бы сказал, что мы хорошо шагнули вперед.

С одной стороны, как уже было сказано, нам удалось относительно спокойно пережить четвертый квартал — самый сложный период. С другой стороны, кризис — подходящее время для того, чтобы посмотреть на себя со стороны. Понять, правильно ли мы работаем с клиентами, правильно ли предлагаем наши продукты и услуги, правильно ли мы планируем бюджеты. Кризис — это время мобилизации. И было видно, что подавляющее большинство сотрудников нашей компании воспринимало кризис как вызов. У них был хороший настрой на то, чтобы сделать все возможное для максимизации прибыли и минимизации расходов. Компания ставила перед собой именно эту задачу.

— У вас изначально была правильная структура расходов? Или вы ее меняли?

— Мы, разумеется, оптимизировали структуру расходов. Довольно сильно сократили в четвертом квартале рекламный бюджет, например. Но даже несмотря на это, получили рекордное количество новых клиентов.

Кроме того, мы составили прогноз спроса на инвестиционные продукты у наших потенциальных клиентов и перераспределили ресурсы с тех продуктов, на которые спрос, по нашему мнению, будет минимальным, в пользу тех, к которым ожидается повышенный интерес.

— То есть, одной из составляющих вашего успеха стала правильная продуктовая политика?

— Да. Очень важно понимать, что в кризис у людей меняются потребности. А мы быстро учитывали эти изменения и успевали предлагать новые продукты. В момент, когда происходила девальвация, мы, например, сделали инструмент для валютных инвестиций. В принципе, инвестирование в еврооблигации предлагали и другие компании, но там для таких операций требовались значительные суммы. В БКС можно это делать располагая суммой в 50 тысяч долларов. Потом по этому пути за нами пошли другие розничные брокеры, но мы сделали это первыми.

Мы поняли, что на рынок придет большое количество инвесторов, которые понимают, что акции дешевы, но не понимают, как на этом заработать. Поэтому с октября мы значительно усилили направление консультационного брокериджа. То есть мы изучали потребности наших клиентов, их интересы и максимально оперативно корректировали наши продуктовые предложения. Такой подход принес ощутимые результаты.

— Какие изменения в продуктовом ряду были у вас последними?

— Появилось много людей, которые хотели заработать на росте рынка, но не хотели терять. Ни акции, ни ПИФы от потерь не защищают. Поэтому мы предложили нашим клиентам структурные продукты. Они дают возможность участвовать в росте рынка — до определенного предела, но зато если рынок падает, то клиент на этом ничего не теряет.

Мы разработали систему, благодаря которой смогли оперативно создавать новые структурные продукты, различные как по условиям, так и по базовым активам. Когда клиенты начали интересоваться золотом — мы сразу предложили соответствующий инструмент. Поверили инвесторы в рост рынка — мы сделали продукт, базовым активом которого является индекс РТС.

Как я уже сказал выше, еврооблигации можно купить располагая суммой в 50 тысяч долларов, но, кроме этого,

мы сделали возможным инвестирование в евробонды посредством доверительного управления, причем входной порог там очень низкий — 200 тысяч рублей.

— А кто в БКС занимается разработкой новых продуктов?

— У нас существуют два маркетинговых подразделения: отделение клиентского маркетинга, которое мониторит потребности клиентов, и отделение продуктового маркетинга, которое отвечает за конкурентоспособность наших продуктов и услуг. Идеи относительно продуктовых новаций могут исходить от одного из этих подразделений. Но в принципе, если идея возникла у любого сотрудника компании, он может донести ее до руководства через специально разработанную для таких случаев систему внутреннего документооборота. И если эта идея находит поддержку в маркетинговых подразделениях, принимается решение относительно ее проработки и реализации.

— А когда, с вашей точки зрения, наступит пора входить в ПИФы?

— Надо в принципе понимать, зачем входить в ПИФ.

В прошлом году многие инвесторы покинули индустрию коллективных инвестиций. Часть из них выходила из фондов просто потому, что у них заканчивались деньги. Еще одна, относительно небольшая часть, выходила потому, что принимала решение инвестировать самостоятельно, отказавшись от услуг управляющего. Пайщики уходили из фондов, но открывали брокерские счета и начинали работать на фондовом рынке самостоятельно. Они считали, что это и дешевле, и несет меньше рисков.

Но в принципе, если задаваться вопросом, когда следует заходить в ПИФ, то правильный ответ — всегда. Но следует помнить, что ПИФ — инструмент долгосрочного инвестирования. В него надо вкладывать не одноразово, а постоянно. И помнить, что в паевые

фонды имеет смысл вкладывать деньги, которые понадобятся нескоро. Тогда важно только, чтобы долгосрочный рыночный тренд был растущим. Если входить в ПИФ таким образом, то можно — и нужно! — это делать в любой момент.

— Кризис — это всегда тест на стресс. Какие упущения в общей структуре российского фондового рынка он выявил наиболее сильно?

— Большой «дыркой», которая несла значительные риски, была пирамида репо на ММВБ. Участков, концентрирующих подобного размера риски, быть не должно в принципе.

Сейчас биржи предпринимают попытки создать центрального контрагента. И это — ремонт в правильном месте.

— Как вы оцениваете запуск «РТС стандарт»?

— Начинание очень неплохое. Весь мир торгует без преддепонирования и с отложенными расчетами. Правильно, чтобы по таким же стандартам работал и отечественный рынок. Так что в целом, повторюсь, запуск «РТС стандарт» — важный шаг, он сделан в правильном направлении. Есть шанс, что с реализацией этого стандарта на наш рынок придет большее количество западных инвесторов, поскольку T+4 — это очень привлекательная схема для западных брокеров.

— Какие еще институциональные проблемы нашего рынка следовало бы решить?

— Первое — это внесение изменений в законодательные акты, регламентирующие брокерскую деятельность, связанную с повседневным использованием интернет-брокерского обслуживания.

Второе — это унифицирование правил маржинальной торговли вне зависимости от того, в каком режиме — T+0 или T+N, — проходят торги на биржах. ◻

Виктор Коновалов
заместитель директора «Интерфакс-ЦЭА»

Интерес к риску

Рынок акций РФ второй месяц подряд демонстрирует активный рост, рубль укрепляется к бивалютной корзине

Повышательные тенденции сохраняются на российском рынке акций второй месяц подряд: по итогам апреля индекс РТС вырос на 20,8% — до 832,87 пункта, а индекс ММВБ прибавил в весе 19,1%, составив на закрытие торгов 30 апреля 920,35 пункта. По сравнению с минимальными уровнями, зафиксированными в конце января — начале февраля, индексы прибавили уже почти 70%.

В апреле индекс ММВБ вырос на 19,1%, а индекс РТС на 20,8 %.

Среди основных позитивных для отечественного рынка акций факторов аналитики выделяют, прежде всего, общее улучшение ситуации на мировых фондовых рынках. Инвесторы потихоньку начинают проявлять интерес к риску и пытаются начать инвестировать в более рискованные, но и более доходные, финансовые инструменты по сравнению с американскими казначейскими облигациями. К тому же начавшийся в США и Европе период публикации корпоративных отчетов за первый квартал не разочаровал участников рынка — компании и банки в целом отчитываются лучше ожиданий аналитиков, что также способствует формированию позитивных настроений на мировых фондовых рынках.

Активный рост

По итогам прошедшего месяца российский рынок акций вошел в шестерку лидеров роста среди фондовых рынков стран с развивающейся экономикой, для которых агентство Standard & Poor's рассчитывает страновые инвестиционные индексы S&P/IFCI, с показателем +21%, демонстрируя результат чуть лучше своих основных конкурентов по БРИК. Так, индийский индекс вырос за месяц на 19,3%, бразильский — на 20,3%, а китайский — вообще прибавил всего 12,3%. Первые строчки в этом рейтинге заняли Индонезия (+35,9%), Турция (+28,8%), Венгрия (+28,3%), Польша (+25,7%) и Южная Корея (+22,9%).

Позитивные тенденции на рынке начали формироваться практически с самого начала месяца на фоне большого количества позитивных новостей. Во-первых, это макроэкономическая статистика из США: продажи автомобилей в этой стране в марте превзошли ожидания, заказы промпредприятий за февраль выросли на 1,8%

В этой статье:

Факторы роста российского фондового рынка в апреле.

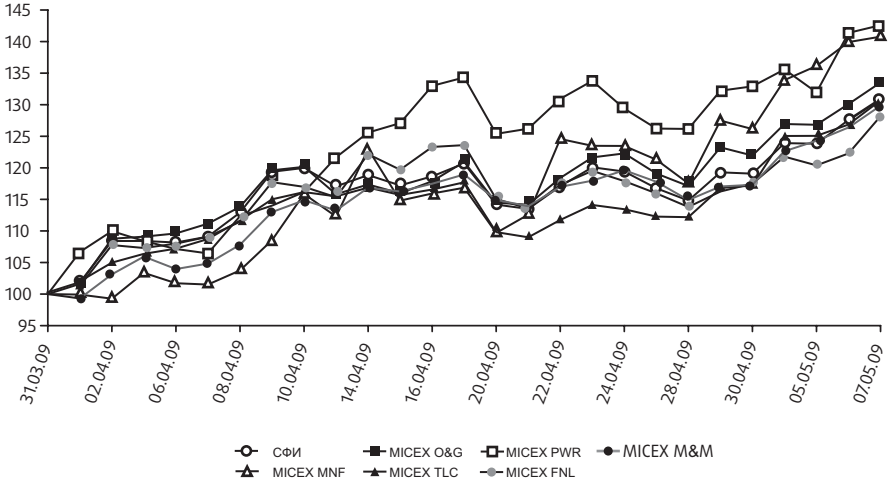
Основные события на американском фондовом рынке.

Оживление рынка корпоративных облигаций.

против ожидавшегося повышения на 1,5% (рост показателя был зафиксирован впервые за семь месяцев), дефицит внешней торговли упал в феврале на 28% — до 26 млрд долларов (эксперты не ожидали изменения с 36 млрд), заявки на пособие по безработице по итогам первой апрельской недели упали на 20 тыс. (ожидалось снижение на 9 тыс.), а по итогам второй недели они сократились еще на 53 тыс. (до 610 тыс.) при прогнозах роста на 6 тыс.; также лучше ожиданий оказались данные по производственной активности в Филадельфии. При этом министр финансов США Тимоти Гайтнер заявил, что мировые экономики начинают позитивно реагировать на предпринятые ранее меры стимулирования.

Во-вторых, Европейский центробанк снизил базовую процентную ставку до 1,25% годовых (ожидалось снижение до 1%) — минимального значения за всю историю существования ЕЦБ с 1999 года. Позже выступавший глава ЕЦБ Жан-Клод Трише заявил, что ЕЦБ не считает ставку в 1,25% минимальным уровнем, добавив, что банк примет решение о новых нестандартных мерах в мае.

Рис. **Динамика сводного и отраслевых фондовых индексов ММВБ**



Источник: ММВБ.

В-третьих, активность игроков на повышение поддерживалась ожиданиями позитивных новостей с саммита «большой двадцатки», на котором страны G20 договорились о мерах по борьбе с рецессией. В частности, международные финансовые организации, прежде всего Международный валютный фонд и Всемирный банк, выделят на поддержку мировой экономики в общей сложности 1,1 трлн долларов (до конца 2010 года всего планируется потратить около 5 трлн). Кроме того, регулирующие органы США смягчили правила бухучета банковских активов, что может способствовать повышению показателей прибыли банков страны на 20%.

Заряд оптимизма рынку придал и отчет американского банка Goldman Sachs за первый квартал (прибыль банка более чем вдвое превысила прогнозы), что несколько ослабило опасения мировых инвесторов за банковскую отчетность.

Мировые цены на нефть хотя и не демонстрировали в апреле какой-либо ярко выраженной динамики, тем не менее все время держались у отметки 50 долларов за баррель, что в текущей ситуации является вполне комфортным уровнем для российских финансов и экономики.

Что касается американского фондового рынка, то он завершил апрель максимальным ростом за девять лет на фоне позитивной корпоративной отчетности. Индекс Standard & Poor's 500

увеличился в прошлом месяце на 9,4% (самый значительный подъем индикатора с марта 2000 года). В свою очередь подъем европейского индекса Dow Jones Stoxx 600 в апреле составил 13%, что стало рекордным месячным увеличением индикатора с начала отслеживания этих данных в 1987 году.

Перед новой волной роста

Ярко выраженная позитивная динамика на российском рынке акций сохранялась вплоть до середины месяца. Однако затем рынок сбавил обороты, и колебания котировок большинства акций во второй половине апреля проходили уже в рамках бокового тренда на фоне влияния разнонаправленных факторов. Лишь с наступлением нового месяца (мая) активность покупателей вновь стала возрастать.

Негативными для мировых фондовых рынков, в частности, были данные по объему розничных продаж в еврозоне в феврале (продажи упали на 0,6% при прогнозах снижения на 0,4%) и по объему продаж автомобилей в Великобритании в марте (продажи автомашин рухнули на 30,5% по сравнению с тем же месяцем прошлого года). Окончательные данные по ВВП еврозоны за четвертый квартал также разочаровали участников рынка — ВВП упал на 1,6%, что является максимальным снижением с начала отслеживания этих данных в 1995 году (эксперты прогнозировали меньшее снижение — на 1,5%). На мировом валютном рынке во второй половине месяца начал активно расти доллар США, заставив инвесторов выходить из рискованных активов, в частности, акций.

С другой стороны, данные по промпроизводству в Германии оказались лучше ожиданий (сокращение в феврале составило 2,9% при прогнозах падения на 3%), а дефицит внешней торговли США неожиданно упал в феврале на 28% — до 26 млрд долларов (эксперты не ожидали изменения с 36 млрд).

Новую волну движения вниз вызвали публикации: мартовского индекса потребительских цен CPI, который снизился на 0,1% при ожиданиях роста на 0,1%, данных по объему промпроизводства, упавшего на 1,5% при прогнозах снижения на 0,9%. Негатива добавил квартальный отчет Bank of New York, оказавшийся хуже ожиданий (чистая прибыль банка упала до 53 центов на акцию, ожидалось 63 цента), а также упавшая нефть (цены ушли ниже 49 долларов за баррель) из-за роста доллара и на опасениях медленного восстановления экономики США.

Очередной разворот рынка вверх произошел на позитиве из США, где лучше ожиданий отчитался за первый квартал банк JPMorgan (чистая прибыль банка превысила прогнозы экспертов на четверть), и вышла очередная порция неплохих макроэкономических данных. Поддержку рынку оказали также неплохие отчеты банка Citigroup и компании General Electric за первый квартал, оказавшиеся лучше ожиданий.

Для отечественного фондового рынка характерной особенностью апреля стал рост интереса участников рынка к ценным бумагам «второго эшелона», прежде всего компаний электроэнергетики. Так, в лидерах повышения курсовой стоимости по итогам апреля среди ценных бумаг, прошедших листинг на ФБ ММВБ, можно встретить акции таких компаний, как «ОГК-3» (+132%), «Дальневосточной энергетической компании» (+87%), «ОГК-4» (+85%), «ТГК-9» (+80%), «ОГК-2» (+75%), «ТГК-1» (+61%), «ТГК-2» (+59%). Кроме того, в лидерах роста оказались акции группы «Черкизово» (+165%), «РБК Информационные системы» (+133%), «Группы ЛСР» (+105%), «М.Видео» (+95%), «ДИКСИ» (+83%), «Трубной металлургической компании» (+70%).

По мнению аналитиков, значительный рост котировок акций «второго эшелона» был вполне закономерен, поскольку данный сегмент рынка за последние два месяца сильно отстал от «голубых фишек», которые первыми отреагировали на улучшение мировой конъюнктуры. Теперь очередь дошла и до менее ликвидных бумаг. Однако этот факт должен также настораживать инвесторов, поскольку может быть сигналом к окончанию среднесрочного «бычьего» тренда на рынке и началу отрицательной коррекции. Во всяком случае, для дальнейшего роста рынку, скорее всего, будут необходимы новые мощные стимулы (к примеру, рост мировых цен на нефть выше отметки 60 долларов за баррель или кардинальное улучшение макроэкономических данных в США или Европе), без которых удержаться от падения будет очень сложно.

Самой важной внутренней новостью для отечественных финансовых рынков стало решение Центрального банка РФ снизить ключевые ставки на денежно-кредитном рынке, в том числе ставку рефинансирования (ставка была снижена на 0,5 процентного пункта — до 12,5% годовых).

Валютный и долговой рынок

Самой важной внутренней новостью для отечественных финансовых рынков стало решение Центрального банка РФ снизить ключевые ставки на денежно-кредитном рынке, в том числе ставку рефинансирования (став-

ка была снижена на 0,5 процентного пункта — до 12,5% годовых), что спровоцировало укрепление рубля к бивалютной корзине и активизировало покупки акций.

В этих условиях давление на российский рубль продолжало ослабевать — по итогам месяца российская валюта укрепилась и к доллару (+3,15%), и к евро (+2,14%). Официальные курсы, установленные Центробанком на 1 мая, оказались ниже 33 рублей для доллара (32,974 руб.) и 44 рублей для евро (43,9939 руб.). При этом рыночная стоимость бивалютной корзины, состоящей из 0,55 доллара и 0,45 евро, снизилась за месяц более чем на 1 рубль (на 2,6%) — до 37,92 рубля.

Центральный банк России в течение месяца практически не вмешивался в ход торгов на валютной бирже, изредка выходя со своими заявками на покупку валюты в моменты, когда рыночная стоимость бивалютной корзины резко проваливалась вниз.

Рынок российских еврооблигаций, как и рынок акций, двигался в апреле в прямой зависимости от интереса инвесторов к риску. В середине месяца котировки приблизились к своим локальным максимумам — стоимость тридцатилетних еврооблигаций РФ достигала 100% от номинала. Однако во второй половине месяца произошла отрицательная коррекция, одной из причин которой стало присутствие на рынке крупного продавца. Но после того как предложенный им объем был абсорбирован рынком, рыночная конъюнктура вновь немного выправилась. В итоге к концу месяца цены российских еврооблигаций стабилизировались, оказавшись в среднем на 2–3% выше уровней конца марта.

Кроме того, спред между индикативным выпуском «Россия-30» и 10-летними казначейскими нотами США сузился и в течение месяца был достаточно стабилен, находясь в диапазоне 485–525 базисных пунктов (месяцем ранее этот диапазон составлял 550–720 базисных пунктов).

Отдельно стоит отметить оживление в апреле первичного рынка корпоративных облигаций, где по итогам месяца было размещено девять выпусков восьми корпоративных эмитентов на общую сумму 46 млрд рублей, в то время как в марте всего четыре эмитента разместили пять выпусков облигаций на общую сумму 37,5 млрд рублей.

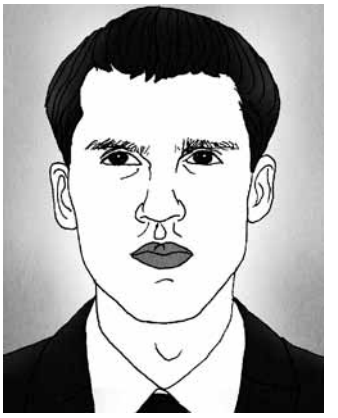
В корпоративном секторе рублевого долгового рынка в апреле также сохранялись позитивные настроения, однако рост котировок качественных бондов немного замедлился после мартовского скачка. И хотя доходность долговых бумаг вряд ли сможет в ближайшее время опуститься до докризисных уровней, тем не менее постепенная нормализация ситуации на внутреннем долговом рынке внушает оптимизм.

На фоне отрицательного отношения инвесторов рублевого долгового рынка к кредитным рискам в течение апреля основная активность была сосредоточена лишь в первом и качественном втором эшелонах. В то же время за этим пределом «жизнь» практически отсутствовала, так как вероятность дефолта по облигациям средних компаний достаточно высока. Так, в апреле эмитенты рублевых корпоративных облигаций допустили 25 технических дефолтов, что практически равняется мартовскому показателю (22 технических дефолта).

Отдельно стоит отметить оживление в апреле первичного рынка корпоративных облигаций, где по итогам месяца было размещено девять выпусков восьми корпоративных эмитентов на общую сумму 46 млрд рублей, в то время как в марте всего четыре эмитента разместили пять выпусков облигаций на общую сумму 37,5 млрд рублей. При этом если в предыдущие месяцы даже самое удачное размещение можно было с трудом назвать рыночным, то в апреле, на фоне стабильной ситуации на внутреннем денежном рынке и ограниченности инструментов инвестирования, инвесторы с большим вниманием следили за новыми предложениями бумаг.

Так, наиболее показательным в плане рыночного спроса стало размещение 21 апреля 4-го выпуска облигаций «Газпромнефти». Благодаря повышенному спросу со стороны инвесторов эмитенту вместо первоначально предложенных бумаг на 5 млрд рублей удалось разместить выпуск в объеме 10 млрд рублей.□

Денис Гейнц
к.э.н., начальник Отдела конъюнктуры финансового рынка Информационно-аналитического управления ММВБ



Федор Смоленчук
к.э.н., главный специалист Информационно-аналитического управления ММВБ

Резервная валюта и кризис перепотребления

Выход из кризиса лежит через созидание — формирование ряда крупных региональных блоков

Длительное накачивание экономики дешевыми кредитными деньгами не могло не привести к кризису. Выход из него лежит через экономическое, инновационное и социальное развитие региональных центров, которое опиралось бы на мощный и конкурентоспособный финансовый центр и собственную резервную валюту.

Необходим переход к нескольким сильным региональным резервным валютам.

По аналогии с классическими кризисами перепроизводства, сотрясавшими мир в начале XX века, нынешний кризис можно назвать кризисом перепотребления.

Предпринимаемые попытки спасти существующую финансовую систему путем усиления роли доллара как единственной мировой резервной валюты, по всей видимости, обречены на провал. Для стабилизации ситуации и построения сбалансированной мировой финансовой системы необходим переход к нескольким сильным региональным резервным валютам.

Базовое соотношение

Термин «резервная валюта» появился на страницах нашей научной и околонаучной прессы достаточно давно. Под ней понимается валюта какого-либо государства, используемая для создания резерва денежных средств центральными банками других стран. Хотя данный термин используется весьма широко, ряд вопросов, связанных с резервной валютой, по-прежнему остаются открытыми. К их числу относится и вопрос об устойчивости мировой финансовой системы, выстроенной на основе одной единственной резервной валюты. Для ответа на этот вопрос и оценки эффективности введения резервной валюты рассмотрим следующую модель.

Пусть экономика страны производит некоторый объем товаров и услуг Q по цене P, при этом ее субъекты тратят на потребление весь полученный доход в размере D. Очевидно, что при отсутствии

В этой статье:

Типология кризисов: от кризиса перепроизводства к кризису перепотребления.

Новая интеграция через региональные резервные валюты.

Перспективы российской валюты в новых условиях.

значимого внешнего товарооборота указанные величины связаны простым соотношением:

$$PQ = D \qquad (1)$$

Вместе с тем объем производства, цены и доходы меняются с течением времени. Предположим, что темпы их изменения постоянны, тогда указанные показатели можно записать в форме функций, зависящих от времени:

$Q(t) = Q_0e^{qt}$ — производственная функция, где q — темп роста объемов производства товаров и услуг;

$P(t) = P_0e^{it}$— функция цен, где i — темп роста цен (инфляция);

$D(t) = D_0e^{\mu t}$ — функция потребления, где μ — темп роста потребления.

В новых обозначениях соотношение (1) очевидным образом будет записано как:

$$P(t)Q(t) = P_0Q_0e^{(i+q)t} = D_0e^{\mu t} \qquad (2)$$

При принятых допущениях, (2) позволяет вывести балансовое соотношение между производственной функцией, инфляцией и доходами:

$$\mu = i + q \qquad (3)$$

Отметим, что в заданной формуле величина, отвечающая за индекс потребительских цен, является вторичной по отношению к производственной функции и уровню дохода. Действительно, в случае рационально действующих производителей и потребителей темп роста цен прямо пропорционален темпу роста доходов и обратно пропорционален темпу роста производства. Кризисы последних десятилетий происходили в случае неожиданного (скачкообразного) изменения темпов роста производства и/или темпов роста доходов населения.

Эпоха «золотого стандарта» — классические кризисы перепроизводства

В XIX — первой трети XX вв. индустриально развитые страны неоднократно переживали кризис перепроизводства (перегрева) экономики. Классический кризис перепроизводства происходит в случае резкого увеличения темпов роста выпуска продукции при сохраняющемся стабильным уровне доходов основной массы потребителей. В этом случае возникает дисбаланс в формуле (3), который в рамках классической экономической теории должен устраняться снижением цен (дефляцией).

Вместе с тем, если дисбаланс был слишком велик, то происходило снижение рентабельности производства, сокращение его объемов и, как следствие, рост безработицы и уменьшение доходов, что замыкало цепь положительной обратной связи.

Выходов из подобной неприятной ситуации могло быть два. Первый способ (эндогенный) состоит в резком снижении затрат, при котором удается добиться приемлемой рентабельности при более низких ценах. Основной недостаток этого способа — трудности с разработкой и внедрением значительного числа ранее не использованных технологий, обеспечивающих резкое снижение себестоимости.

Второй способ (экзогенный) заключается в сбросе избыточного объема произведенной продукции на внешний рынок. Фактически это можно охарактеризовать как «экспорт дефляции». Для развитой страны, обладающей крупными колониями, именно этот способ позволял добиться наибольшего эффекта и максимально быстро сбалансировать соотношение (3). Естественно, что применение этого метода требовало наличия крупных колониальных владений, обладавших слабой внутренней производственной базой и платежеспособным спросом. Именно борьба за такие владения стала одной из главных причин Первой мировой войны.

Первая мировая война подтвердила сложившийся статус-кво — владевшие колониями морские державы (Антанта) их сохранили, а не имевшие колоний страны (Германия, Австро-Венгрия) их не приобрели. Однако война имела еще одно важное следствие, она доказала «экономическую конечность» территории земного шара. К 30-м годам XX века планета была полностью поставлена под контроль нескольких морских супердержав, а промышленные производители в многочисленных колониях либо разорены, либо интегрированы в производственную базу метрополий, платежеспособность населения колоний также была доведена до предела.

Великая депрессия потому и оказалась такой долгой и страшной, что у стран, попавших в ее орбиту, отсутство-

В 70-е годы кризисы перепотребления превратились в главную головную боль правительств развитых стран. Рост долговой нагрузки и наращивание потребления стимулировали инфляцию при крайне ограниченных темпах роста производства. Все чаще экономики стали попадать в стагфляционную ловушку.

вала возможность использовать экзогенный способ.

От Бреттон-Вудса к кризисам перепотребления

Выход из Великой депрессии был найден едва ли не самым гениальным политиком XX века Ф. Д. Рузвельтом. Было решено радикально увеличить объем потребления (D) с тем, чтобы сбалансировать объем производства и загрузить имеющиеся мощности. Речь идет, разумеется, не об общественных работах, на которых было задействовано несколько миллионов человек. Они были эффективны, но не настолько, чтобы вывести экономику из кризиса. От Рузвельта требовалось кратно нарастить потребление.

Ответ на этот вызов был найден — долговое финансирование и быстрое увеличение денежной массы. Спусковым крючком для резкого расширения долгового финансирования стала Вторая мировая война.

Вторая мировая война создала возможности для колоссального роста потребления, обеспечившего полную загрузку имеющихся мощностей и почти 100%-ную занятость населения. Война вывела экономику США из Великой депрессии и превратила эту страну в сверхдержаву. Однако она не сняла проблемы преодоления кризисов, подобных Великой депрессии, в будущем. Организовывать мировые войны при наличии у противников ядерных межконтинентальных ракет было слишком безрассудно, тогда как в мирное время долговое стимулирование в любой момент могло перерасти в кризис перепотребления.

Кризис перепотребления возникает в случае скачкообразного увеличения темпов роста потребления (параметр μ). При отсутствии свободных мощностей и невозможности быстрого наращивания объемов производства возникает инфляционный эффект, проявляющийся в адекватном увеличении показателя i.

Кризисы перепотребления возникли практически сразу с завершением Второй мировой войны. В течение первых двух послевоенных десятилетий их сравнительно успешно преодолевали за счет эндогенного способа. Конверсия технологий и технических решений, созданных в войну и в последующие годы ядерно-космической гонки, обеспечила высокие темпы роста параметра q и худо-бедно сбалансировала соотношение (3). К концу 60-х годов порожденная военным противостоянием «сумма технологий» была исчерпана. Ее последние находки — электроника, компьютерные технологии и телекоммуникации — позволили создать дополнительные потребительскую и производственную ниши, но не смогли стать адекватным ответом на кризисы перепотребления.

В 70-е годы кризисы перепотребления превратились в главную головную боль правительств развитых стран. Рост долговой нагрузки и наращивание потребления стимулировали инфляцию при крайне ограниченных темпах роста производства q. Все чаще экономики стали попадать в стагфляционную ловушку (спад производства при росте инфляции).

Выход из кризисов все же был найден. Если в начале столетия огромные колонии нескольких морских держав рассматривались прежде всего как дополнительный рынок сбыта, куда можно было сбросить дефляционный пар перегретых экономик, то в конце века развивающиеся страны превратились в производственную базу для США и нескольких европейских стран. Для этого развитым странам потребовалось создать свободный валютный рынок.

Свободный валютный рынок и эра процветания

В условиях кризиса перепотребления ключевым становился вопрос увеличения параметра q — темпов роста производства. Наращивать его в развитых странах было затруднительно. С одной стороны, этому препятствовали экологические проблемы и соцобязательства их правительств, с другой — растущий гедонизм населения вкупе с его быстрым старением. В этих условиях было принято решение о переносе производственной базы в развивающиеся страны. Непосредственным механизмом для такого переноса стали транснациональные корпорации (ТНК), а средством расчета с развивающимися странами — резервная валюта.

В общем случае механизм действия резервной валюты можно представить в следующем виде. Потребители в развитых странах приобретают товары, произведенные в развивающихся государствах, оплачивая их резервной валютой. Производители товаров продают полученную валюту местным центральным банкам, которые для ее покупки эмитируют национальную валюту. Полученные за счет экспорта товаров денежные средства поступают затем в форме валютных резервов нацбанков на счета в банковской системе страны-эмитента резервной валюты.

Созданный таким образом механизм стал важнейшим инструментом экспорта инфляции и балансировки потребления в развитых странах.

А что же происходило в развивающихся странах? Если строго следовать соотношению (3), в них должен был произойти инфляционный скачок. Действительно, постройка в джунглях и саванне сборочных производств, тек-

стильных, пищевых и автомобильных заводов привела к скачкообразному росту объемов производства, однако большая часть произведенного объема Q изымалась в пользу развитых государств. Тем не менее на практике резкого инфляционного скачка не происходило.

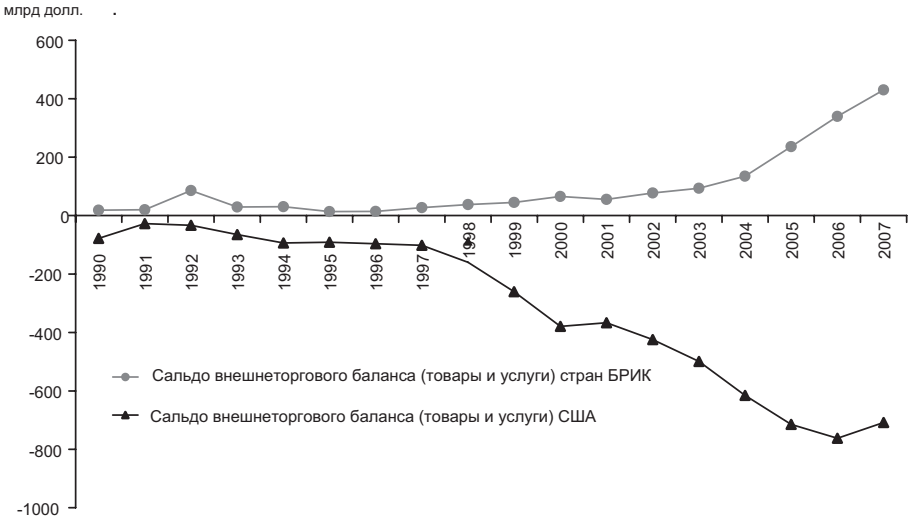
Одна из причин этого парадокса — высокая норма сбережений, характерная для развивающихся экономик. В сочетании с низкой себестоимостью производства (крайней дешевизной рабочей силы) и незначительностью собственных инвестиционных проектов создавались все условия для гигантского раздувания госфондов и роста объемов вложений нацбанков в инструменты, номинированные в резервной валюте.

Казалось бы, возник неравнозначный обмен, однако на практике все оказалось существенно сложнее. Почему это было выгодно развитым странам — понятно. Однако и развивающиеся страны получали от использования резервной валюты массу преференций. Во-первых, их территория застраивалась промышленными производствами, им передавались технологии и оборудование. Во-вторых, элиты этих стран получали практически те же блага, что и элиты развитых государств. В-третьих, наличие огромных валютных резервов давало этим странам иллюзию их значимости и зависимости от них пресловутого «золотого миллиарда».

В результате возник уникальный саморегулирующийся механизм: при ухудшении конъюнктуры и снижении уровня потребления в развитых странах правительства развивающихся государств девальвировали собственные валюты, немедленно увеличивая параметр μ и поддерживая показатель q в собственных экономиках, а также поддерживая уровень потребления в развитых странах.

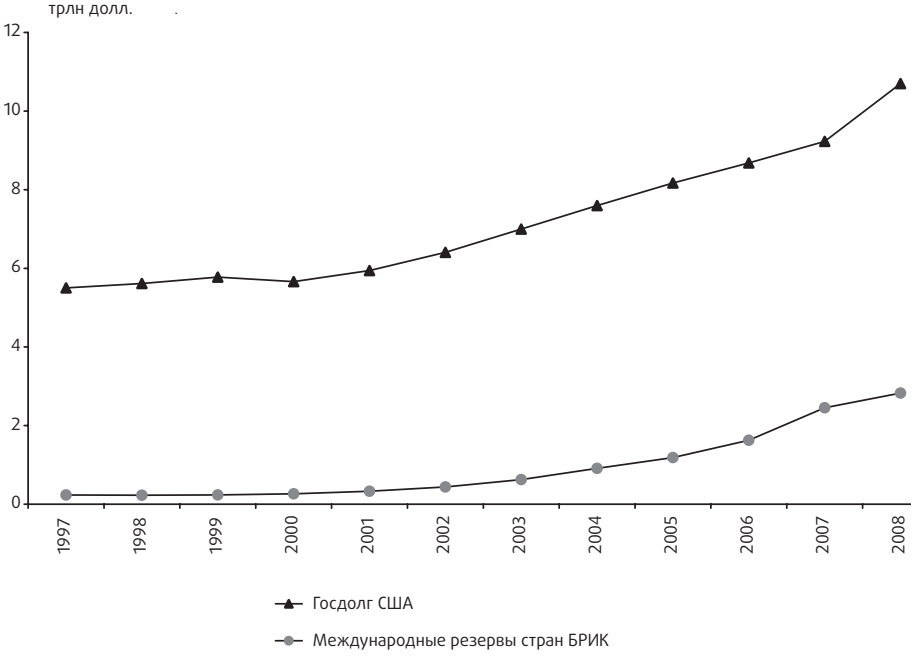
Сложившийся глобальный симбиоз позволял сравнительно легко

Рис. 1. **Рост дисбалансов в международной торговле**



Источник: United Nations Statistics Division (UNSD).

Рис. 2. **Рост госдолга США и международных резервов стран БРИК**



Источник: U.S. Department of the Treasury, Bloomberg, ЦБ РФ.

преодолевать циклические кризисы, однако его логическим следствием стали постоянно снижающийся объем промышленной продукции в развитых странах и непрерывно растущие накопления развивающихся стран. К 2008 году валютные резервы третьего мира достигли максимума, а доля промышленного сектора в ВВП США упала ниже 50%. Механизм резервной валюты в сочетании с глобальным перераспределением товаров и услуг обеспечил человечеству почти четверть века устойчивого развития и благополучия, своего рода эры процветания. Слом системы произошел только в 2008 году…

Кризис нового времени

Эксплуатация промышленности третьего мира в обмен на увеличение внешнего долга «золотого миллиарда» в принципе была достаточно устойчива. При грамотном использовании этого механизма он, возможно, просуществовал бы еще несколько лет. Собственно, срок его жизни напрямую зависел от способности правительств развивающихся стран гасить гедонистические настроения собственного населения и удерживать высокую норму сбережений. Исходя из этого соображения, эра процветания неизбежно должна была закончиться в 2015–2020 гг. К этому сроку в Китае, Индии, других азиатских странах и в Латинской Америке должно было войти во взрослую жизнь поколение 90-х, знающее английский язык, взращенное на Голливуде и Интернете и готовое не только производить, но и потреблять.

Однако механизм сломался раньше. По иронии судьбы его разрушили те, кто его собственно и создал. После короткой и сравнительно слабой рецессии 2001 года США стали последовательно реализовывать политику низких процентных ставок. В этом не было ничего плохого, однако период сверхнизких ставок затянулся на неоправданно длительный срок. В результате параметр μ — темп роста потребления заметно повысился, компенсировать его производство в странах третьего мира не смогло.

Ситуацию осложнил выход из-под контроля гедонистических настроений в некоторых развивающихся экономиках. Бешеный кредитный бум, в наиболее яркой форме проявившийся в России, Восточной Европе и, в меньшей степени, в Азии, окончательно вывел механизм из равновесия. Повысить параметр q для одновременного удовлетворения потребностей всего мира не смогли даже сотни миллионов китайских, индийских и латиноамериканских рабочих. Сейчас уже очевидно, что 2005–2008 гг. на деле были годами тотального дефицита, что отражалось в быстром росте цен на продовольствие и 12-месячных (!) очередях на новые машины.

Инфляционное давление по всему миру резко возросло, на мировом рынке стали надуваться колоссальные финансовые пузыри, а долговое финансирование достигло наивысшей точки. Последовавшее за этим закономерное повышение ставок окончательно похоронило мировую финансовую систему. Гибель ведущих американских инвестбанков и целого ряда ТНК, стоящих у истоков свободного валютного рынка, стала символичной.

Как и 70 лет назад, на повестке дня вновь встал вопрос — что делать?

Резервная валюта — механизм новой интеграции

В 2009 год мировая экономика вошла на этапе сжатия спроса и последовавшего за этим падения объемов производства. Проблемы с кредитным финансированием спроса буквально за несколько месяцев радикально изменили соотношение (3). Если в 2007 — первой половине 2008 гг. разбалансировка выражалась неравенством $\mu > q+i$, то к началу 2009 года она сменилась на противоположную $\mu < q+i$.

Более того, сегодня на повестке дня стоит вопрос о способности американского и европейских правительств платить по собственным долгам. Фактически это означает, по меньшей мере, трудности с дальнейшим расширением долгового финансирования и использованием механизма резервных валют для поддержки внутреннего спроса. Стихийная девальвация национальных валют развивающихся экономик, скорее всего, не станет панацеей, поскольку масштаб разбалансировки слишком велик и многократная девальвация может привести к социальному кризису.

Прослеживается два возможных способа выхода из кризиса и балансировки соотношения (3). Первый путь, по которому, похоже, пошли развитые страны, заключается в увеличении госрасходов и в дальнейшем наращивании госдолга. Поскольку средств требуется очень много (только Барак Обама говорит о 2 трлн долл.), финансирование госрасходов, с высокой вероятностью, будет вестись за счет прямого кредитования бюджета. В перспективе это может привести к

Инфляционное давление по всему миру резко возросло, на мировом рынке стали надуваться колоссальные финансовые пузыри, а долговое финансирование достигло наивысшей точки. Последовавшее за этим закономерное повышение ставок окончательно похоронило мировую финансовую систему.

разгону инфляции в развитых экономиках. На эту опасность указывает французский экономист Ж. Сапир[1]. Вместе с тем высокая инфляция и обесценение накопленных валютных резервов в перспективе могут привести к масштабным столкновениям между «золотым миллиардом» и остальным человечеством (чьи триллионные накопления в одночасье обесценятся) с совершенно непредсказуемыми последствиями.

Второй путь — построение общества глобального развития, изначально не разделенного на развитый и развивающийся миры. Если из предыдущих кризисов человечество выходило через акт разрушения — мировую войну, поглощающую гигантский объем продукции, — то из кризиса нового времени выход лежит через акт созидания — формирование ряда крупных региональных блоков, в каждом из которых вводится собственная резервная валюта. Основной идеей построения блоков может быть реализация крупных наднациональных проектов развития транспортной, энергетической и социальной инфраструктуры стран, входящих в блок.

Первоначально резервная валюта может быть сформирована как некая корзина из местных валют и использоваться как инструмент финансирования принятых к исполнению проектов. На втором этапе, по мере реализации общих проектов, увеличения товарооборота между этими странами и формирования общего экономического пространства, может быть введена общая для этих государств валюта. В итоге в мире будет создано несколько сильных региональных резервных валют.

Практическая реализация первого этапа проекта по созданию региональной резервной валюты может быть следующей:

[1] Жак Сапир. Изгнание из «рая глобализации» // Эксперт. 2009. № 2 (641). С. 38–40.

Табл. 1. Девальвация национальных валют в августе 2008 – марте 2009 г.

Валюта	Изменение стоимости национальной валюты по отношению к доллару США за август 2008—март 2009, %
Польский злотый	-41,2
Венгерский форинт	-35,5
Бразильский реал	-32,6
Российский рубль	-31,0
Новая турецкая лира	-30,1
Мексиканское песо	-29,2
Фунт стерлингов	-27,8
Южнокорейская вона	-26,8
Австралийский доллар	-26,6
Шведская крона	-26,6
Чешская крона	-25,7
Норвежская крона	-23,8
Новозеландский доллар	-23,8
Южноафриканский рэнд	-22,8
Индонезийская рупия	-22,2
Канадский доллар	-18,7
Аргентинское песо	-18,1
Евро	-15,1
Датская крона	-14,9
Малайзийский ринггит	-10,8
Сингапурский доллар	-10,2
Филиппинское песо	-8,6
Швейцарский франк	-8,1
Таиландский бат	-5,6
Китайский юань	0,0
Гонконгский доллар	0,7
Японская иена	9,0

Табл. 2. Недооценка национальных валют к доллару США

Валюта	Переоценка/недооценка национальной валюты к доллару США согласно Индексу Биг Мака (по состоянию на 31 марта 2009 г.), %
Малайзийский ринггит	-57,6
Индонезийская рупия	-55,3
Гонконгский доллар	-51,8
Российский рубль	-51,1
Таиландский бат	-50,8
Южноафриканский рэнд	-49,7
Филиппинское песо	-49,0
Китайский юань	-48,7
Польский злотый	-43,0
Мексиканское песо	-36,5
Южнокорейский вон	-34,6
Австралийский доллар	-32,4
Сингапурский доллар	-27,0
Новозеландский доллар	-22,8
Японская йена	-20,8
Венгерский форинт	-17,8
Аргентинское песо	-17,0
Новая турецкая лира	-12,0
Бразильский реал	-9,3
Канадский доллар	-8,1
Фунт стерлингов	-7,9
Чешская крона	-7,7
Евро	25,7
Шведская крона	29,8
Датская крона	40,3
Швейцарский франк	60,7
Норвежская крона	67,3

Источник: Bloomberg.

Величина валютного курса по паритету покупательной способности может быть примерно оценена на основе Индекса Биг Мака, предложенного журналом «The Economist». В основе данного способа — предположение о том, что соотношение цен на одинаковые наборы товаров и услуг в разных странах должно быть равно обменному валютному курсу. Переоценка/недооценка национальной валюты к доллару рассчитана по следующей формуле:

$$v = \left(\frac{r_{PPP}}{r_{actual}} - 1 \right) * 100,$$

где

r_{ppp} — курс доллара по паритету покупательной способности, рассчитанный как отношение стоимости Биг Мака в местной валюте к его стоимости в долларах в США;

r_{actual} — реальный обменный курс доллара.

- Формируется специальный фонд за счет взносов стран, участниц блока. На вырученные средства фонд выпускает расчетные денежные единицы, которыми он в перспективе оплачивает работы по реализации наднациональных проектов.
- Контроль за реализацией проектов и расходованием средств осуществляет международный орган, причем информация о ходе проекта должна быть постоянно в свободном доступе (интернет-технологии позволяют этого добиться минимальными средствами).
- Все созданные в ходе реализации проектов блага (или технологии) становятся абсолютно доступными для всех стран-участниц проекта (или даже для всего человечества).

Против идеи наднациональных проектов могут быть выдвинуты два ключевых антитезиса:

- Инфляционный эффект вследствие неудачной реализации проекта (или недостаточной его проработанности). Это естественный инновационный риск, устраняться от которого глупо. Единственным контраргументом может стать более тщательная проработка проектов на начальном этапе.
- Коррупция, заложенная в схеме международного регулирования. Это системный риск, который также присущ любому крупному государственному или частно-государственному инновационному проекту. Главный контраргумент — информационная прозрачность.

Отметим, что принцип «двух валют», как правило, влекущий за собой вытеснение более слабой из обращения (классический пример — стремительная долларизация российской экономики в 1992–94 годы) в данном случае не применим, поскольку расчетная валюта для финансирования наднациональных проектов представляет собой не что иное, как расписки фонда, полностью обеспеченные национальными валютами стран-участниц проекта.

Россия и СНГ — полигон для внедрения резервной валюты

Как ни странно, но очень похожий проект уже был реализован на практике в первые послевоенные годы.

В 1950 году с декларацией о готовности Франции предпринять первый шаг для строительства новой Европы выступил министр иностранных дел страны Робер Шуман. Он же предложил Германии сыграть свою роль в этом деле. Идея Шумана состояла в построении совместного франко-германского союза по производству угля и стали под управлением высшего руководящего органа. При этом указывалось на то, что объединение производственных цепочек позволит снизить издержки производства и расширить рынок. На повестку дня был также поставлен вопрос о создании экономического сообщества, решения руководящих органов которого были бы обязательны для государств-членов.

Вскоре после учреждения Европейского объединения угля и стали был создан Европейский платежный союз (ЕПС), который стал первым шагом на пути к нынешнему экономическому и валютному союзу. ЕПС стал первым действующим механизмом коллективного мониторинга национальной валютной политики нескольких развитых стран, играющих важную роль в мировой торговле.

Основной идеей создания ЕПС было стремление сбалансировать внешнюю торговлю стран, входящих в союз. Эта задача решалась за счет покрытия дефицита, возникавшего при торговле страны с одними государствами, за счет профицита при торговле с другими странами. Эта идея в известной степени была аналогична введению «переводного рубля», применявшегося в странах СЭВа.

ЕПС оказал значительное влияние на развитие европейской экономики в послевоенные годы. Во многом благодаря этому союзу удалось ликвидировать «узкие» места во внутриевропейской торговле, увеличить объем золотовалютных резервов, снизить издержки в создании совместных производств и создать предпосылки для введения конвертируемости национальных валют.

Построение содружества «угля и стали» и ЕПС позволило кратно увеличить объемы производства черных металлов в послевоенной Европе и полностью восстановить немецкую экономику. В дальнейшем эти институты были заменены на Европейское экономическое сообщество, которое приступило к интеграции валютных систем европейских стран, имея конечной целью введение единой европейской валюты.

Аналогичный ЕПС механизм поддержки международных расчетов создавался Международным валютным фондом (МВФ). Речь идет о введении в 1969 году SDR (Special Drawing Rights) — специальных прав заимствования, фактически представляющих собой денежные единицы МВФ и обеспеченных валютными взносами ведущих экономик мира. SDR изначально разрабатывались как новая резервная валюта для поддержки функционирования Бреттон-Вудской системы фиксированных валютных курсов. Однако с переходом к системе плавающих валютных курсов SDR стали использоваться для других целей, в основном для финансовой помощи и кредитования проблемных экономик.

Опыт ЕПС и МВФ может быть использован при создании региональных валютных союзов. При этом, по нашему мнению, акцент должен делаться не на оказании финансовой помощи отдельным государствам, а на финансировании совместных инвестиционных проектов. Для России и стран СНГ роль

центральных наднациональных проектов могут играть:

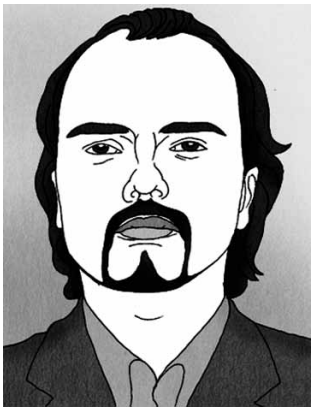
- Построение единой энергетической системы Содружества (что весьма актуально в условиях дестабилизации рынка энергоносителей и трудностей с модернизацией оставшихся еще со времен СССР энергомощностей);
- Построение единого продовольственного рынка (или рынка основных сельхозпродуктов), что сравнительно легко сделать, использовав биржевые технологии (в частности, отработанный на ММВБ механизм госинтервенций);
- Построение единой транспортной инфраструктуры, включая межгосударственные трассы, разработку скоростных локомотивов, развитие авиационных проектов и т.д.

Финансирование этих проектов вполне может вестись с использованием механизма расчетной резервной валюты Содружества, построенной на механизмах, аналогичных ЕПС.

Рассмотренный механизм может способствовать формированию общей региональной резервной валюты, что в перспективе может рассматриваться как логический переход к многополярной структуре с несколькими зонами резервных валют. В этом случае удастся сбалансировать товарные и денежные потоки, убрать структурные перекосы в мировом потреблении и перейти к устойчивому экономическому развитию.□

Рис. 3. **Влияние изменений процентных ставок на рост ВВП и инфляцию**

Источник: МВФ, ФРС.



Павел Соловьев
начальник Отдела развития Управления рынка стандартных контрактов ММВБ

Яна Ильина
специалист Отдела развития Управления рынка стандартных контрактов ММВБ

Кредитные дефолтные свопы: переоценка

CDS будут восприниматься не как «оружие массового поражения», а как полноценные инструменты финансового рынка

Кредитные дефолтные свопы, или CDS (credit default swap), стали одним из последних достижений современной финансовой инженерии. У истоков их создания в середине 1990-х годов стоял американский банк JP Morgan, сохраняющий за собой лидерство на рынке кредитных деривативов.

Обсуждение темы современного состояния и перспектив CDS, см. также №3, 2009

CDS: причины для опасений

В брошюре «The JP Morgan Guide to credit derivatives» CDS определяются как «двусторонние финансовые соглашения, которые отделяют кредитный риск от базового инструмента и передают его другой стороне». По данному соглашению одна сторона («покупатель защиты») осуществляет периодические платежи, определяемые в базисных пунктах от суммы обязательства ее должника («спред»), в пользу другой стороны («продавца защиты»), которая должна выполнить данное обязательство при наступлении кредитного случая. CDS — это внебиржевые (OTC) производные инструменты, для которых существует стандартная документация, разработанная ассоциацией ISDA (International Swaps and Derivatives Association).

В качестве базового актива может выступать как долговое обязательство отдельного эмитента (государства либо компании), так и портфель обязательств, например различного рода ценные бумаги, обеспеченные активами (ABS, asset backed securities), а также обязательства группы эмитентов (в случае индексных CDS). В соответствии с этим выделяются следующие основные разновидности кредитных свопов:

1. Single-name Credit Default Swap — кредитный своп, привязанный к долговым ценным бумагам (облигация, вексель) или иным долговым обязательствам (кредитный договор, банковский акцепт, проч.), выпущенным или гарантированным одним эмитентом. Покупатель защиты по нему получает выплату от продавца защиты в случае наступления обусловленного кредитного события.

В этой статье:

Классификация кредитных свопов.

Виды кредитных событий.

Состояние рынка CDS до современного финансового кризиса.

Предпосылки и условия перевода CDS на биржевой рынок.

Клиринг кредитных деривативов.

2. First to Default Credit Default Swap (или Single-Payout Basket CDS) — кредитный своп, привязанный к корзине долговых обязательств различных эмитентов, выплата по которому производится только один раз — при наступлении первого кредитного события по любому из обязательств корзины.
3. Portfolio Credit Default Swap (или Multiple-Payout Basket CDS) — кредитный своп, привязанный к корзине долговых обязательств различных эмитентов, выплаты по которому производятся при наступлении кредитных событий по указанным обязательствам, входящим в корзину.
4. Secured Loan Credit Default Swap — кредитный своп, привязанный к синдицированному обеспеченному кредиту.
5. Credit Default Swap on Asset Backed Securities — кредитный своп, привязанный к ценным бумагам, обеспеченным активами.
6. CDS Index Swap — своп, привязанный к тому или иному индексу, базирующемуся на портфеле из определенного числа CDS. Расчет индексов CDS предусматривает исключение из базы расчета кредитного свопа, по которому произошел кредитный случай и были осуществлены выплаты, и замену его другим кредитным свопом с соответствующими характеристиками.

При этом кредитное событие (credit event) является более общим понятием, чем дефолт, — это изменение кредитоспособности заемщика или кредитного качества финансового инструмента. В качестве кредитных определяются следующие события:

- признание эмитента долгового обязательства банкротом (bankruptcy risk);
- отказ или невозможность осуществления платежа эмитентом по одному конкретному (failure to pay risk) или по любому (obligation default risk) из своих долговых обязательств;
- досрочное наступление срока исполнения обязательства (obligation acceleration risk), которое означает объявление дефолта (отличного от невыплаты причитающейся суммы) по любому другому аналогичному обязательству данного заемщика и вступление в силу оговорки о досрочном наступлении срока исполнения данного обязательства;
- наложение моратория на долговые обязательства данного эмитента самим эмитентом либо со стороны государства (repudiation / moratorium risk);
- реструктуризация долгового обязательства (restructuring risk).

В случае реализации кредитного события возможно два варианта исполнения обязательств продавцом защиты по CDS:

- физический расчет (physical settlement), когда продавец защиты по CDS принимает от покупателя защиты базовое долговое обязательство и выплачивает последнему номинальную стоимость этого долгового обязательства;
- денежный расчет (cash settlement), когда продавец защиты по CDS выплачивает покупателю защиты разницу между номинальной стоимостью базового долгового обязательства и его рыночной стоимостью.

Среди преимуществ операций с CDS специалисты JP Morgan выделяют их конфиденциальность (заемщики не уведомляются о передаче кредитного риска); забалансовый учет и ликвидность получаемых производных инструментов, что делает хедж-фонды и других небанковских институциональных инвесторов косвенными участниками кредитного рынка, даже если формально они не имеют к нему доступа. К тому же это менее затратный и более простой механизм передачи кредитного риска, чем секьюритизация активов. Помимо хеджирующего характера, сделки с CDS могут носить спекулятивный и арбитражный характер. Например, если инвестор полагает, что рынок слишком оптимистично оценивает перспективы какой-либо компании, то может купить на нее кредитный своп и, когда положение компании действительно ухудшится, продать его, зафиксировав прибыль. Арбитраж на рынке CDS, как правило, проводится параллельно с операциями на рынке облигаций: если текущий риск дефолта относительно переоценен рынком, то инвестор осуществит продажу и CDS, и облигаций. Подобные операции добавляют ликвидность рынку кредитных свопов и делают их ценообразование более прозрачным и гибким. В настоящее время котировки CDS являются признанными рыночными индикаторами кредитного риска (рис. 1).

Однако «преимущество» в условиях финансовой стабильности может стать угрозой в кризисные периоды. Появление CDS предоставило возможность диверсифицировать кредитные портфели за счет включения в них более рискованных активов для повышения доходности. При этом для покупателей защиты общий уровень риска принципиально не меняется за счет получения хеджа в виде CDS, а продавцы защиты получают условные кредитные обязательства, которые не требуется фондировать. Теоретически это выгодно обеим сторонам и повышает доступность кредита. Но в сложившихся в конце 1990-х — начале 2000 гг. условиях, когда мировая экономика находилась на подъеме, волатильность была низкой, а число банкротств небольшим, CDS стали одним из факторов ухудшения качества активов и повышения склонности к риску в финансовой системе в целом. Хеджирование риска дефолта с помощью CDS было по-своему уникальным: это не «игра с нулевой суммой», а, напротив, способ повышения доходности.

На скрытую опасность CDS в случае глобального роста рисков дефолта указал создатель современной портфельной теории Г. Марковиц в статье[1], посвященной текущему финансовому кризису:

«По сути, CDS остаются инструментами страхования и требуют гораздо большего резервирования средств, чем, например, страхование жизни. В последнем случае страхуются события некоррелированные между собой, в то время как бизнес-риски, как правило, коррелированны. Если положение автомобильной корпорации «Дженерал Моторс» ухудшится, то же произойдет и с компанией «Форд Мотор», а также их поставщиками и посредниками. Когда риски не коррелированы между собой, их можно снизить путем диверсификации. В противном случае добиться этого гораздо сложнее».

Таким образом, главной причиной для опасений является недостаточность средств у продавца защиты в случае наступления кредитного случая («двойной дефолт»), вероятность чего нельзя исключать в условиях глобального финансового кризиса и при отсутствии установленных норм резервирования по операциям с CDS. Передавая кредитный риск продавцу защиты, покупатель в то же время берет на себя риск его дефолта, в случае реализации которого он может не получить возмещение в полном объеме. Как правило, продавцы CDS самостоятельно формируют резервы. Например, при банкротстве Lehman Brothers, по данным ISDA, около 2/3 его обязательств по CDS имели обеспечение. Однако даже при этом не гарантируется наличие достаточного количества средств у продавца защиты. Десятки миллиардов долларов, которые американская страховая компания AIG получила в виде финансовой помощи от государства, по сути, стали обеспечением по CDS, по которым ее подразделение AIG Financial Products Corp., не попадающее под регулирование страхового рынка, выступало продавцом. В целом наличие риска контрагента характерно для всех внебиржевых инструментов, к числу которых относятся и CDS, и решить данную проблему может включение в процесс совершения сделок центрального контрагента.

Прошлая динамика рынка CDS

По данным Банка международных расчетов (BIS), объем рынка CDS (условная сумма непогашенных обязательств) на конец июня 2008 года составлял 57,3 трлн долларов, причем по сравнению с декабрем 2004 года его доля в рынке OTC-деривативов увеличилась с 2,5 до 8,4% (рис. 2). Его крупнейшими операторами являются европейские и американские банки. В частности, банки из США на конец декабря 2008 года занимали треть рынка CDS (15,9 трлн долларов по номинальной стоимости), из них 8,4 трлн долларов приходилось только на JP Morgan. В число лидеров также входят Bank of America, Citibank, Goldman Sachs, HSBC, Wachovia.

В структуре рынка преобладают CDS на долговые инструменты отдельных эмитентов, однако наблюдается тенденция к росту выпуска CDS, базисным активом которых являются пулы обязательств — их доля увеличилась с 20% в декабре 2004 года до 42% в июне 2008 года. Во многом это объясняется ростом популярности индексных CDS, среди базовых индексов которых выделяются индекс CDX, включающий 125 североамериканских компаний, и индекс iTraxx, объединяющий 125 компаний, базирующихся в Европе. Среди кредитных свопов на долговые обязательства отдельных эмитентов, по данным BIS, на июнь 2008 года более 65% имели срок до погашения от года до пяти лет. Доля CDS со сроком погашения свыше пяти лет увеличилась с 17 % в декабре 2004 года до 32% в июне 2007 года, но затем она вновь упала — до 26% в июне 2008 года. При этом рейтинг ниже инвестиционного имели 33% эмитентов долговых инструментов, лежащих в основе CDS, хотя в декабре 2006 года их доля была несколько выше (рис. 3).

Таким образом, до середины 2007 года рынок кредитных дефолтных свопов развивался в сторону повышения склонности к риску: увеличивался срок до погашения базовых обязательств CDS, ухудшался рейтинг эмитентов обязательств, росла доля CDS, основанных на пуле обязательств, например, на облигациях, обеспеченных долговыми обязательствами (CDO, collaterized debt obligations). Однако данная тенденция была прервана финансовым кризисом. Впервые крупные убытки по операциям с CDS были зафиксированы американскими банками в третьем и четвертом кварталах 2007 года (рис. 4) в результате списаний задолженности и понижений кредитных рейтингов по ипотечным кредитам, формировавших различные производные ценные бумаги (MBS, mortgage-backed securities, и CMO, collateralized mortgage obligations). Помимо инвестиционных банков, среди пострадавших оказались страховые компании: AIG по итогам 2007 года списала 11,1 млрд долларов стоимости портфеля CDS, т.е. почти столько же, сколько потеряли американские банки в целом. При этом подразделения страховых компаний,

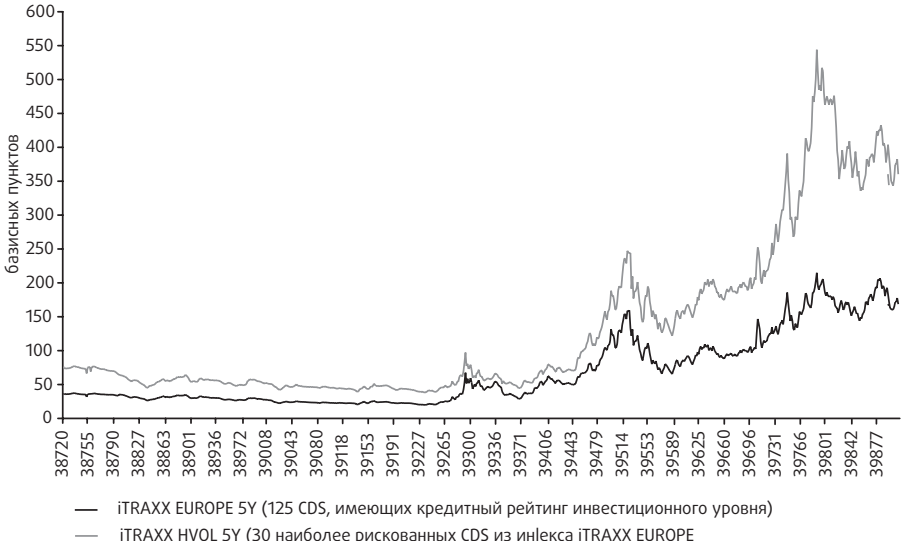
[1] Harry M. Markowitz, Proposals Concerning the Current Financial Crisis. Financial Analyst Journal, January/February 2009, Vol. 65, No. 1.

проводящих операции с CDS, более уязвимы, поскольку они являются чистыми продавцами данных инструментов, в отличие от банков, чьи портфели купленных и проданных CDS взаимно сбалансированы по стоимости. По итогам четвертого квартала 2008 года кредитные деривативы снова были в числе крупнейших убыточных статей (рис. 4), однако дополнительным негативным фактором послужило расширение спредов по корпоративным CDS, что отразило распространение кризиса на реальную экономику.

В настоящее время поведение рынка CDS остается непредсказуемым. Учитывая его масштабы, цепочка неплатежей по CDS может спровоцировать череду новых банкротств. Впрочем, поскольку крупнейшие продавцы кредитных дефолтных свопов известны, у государственных властей есть возможность не допустить этого, что показали примеры покупки Bear Stearns банком JP Morgan и спасения государством AIG. Дальнейшее развитие рынка CDS может пойти по одному из двух путей: либо кардинального изменения основ его регулирования, либо перевода на биржевой механизм заключения и исполнения сделок.

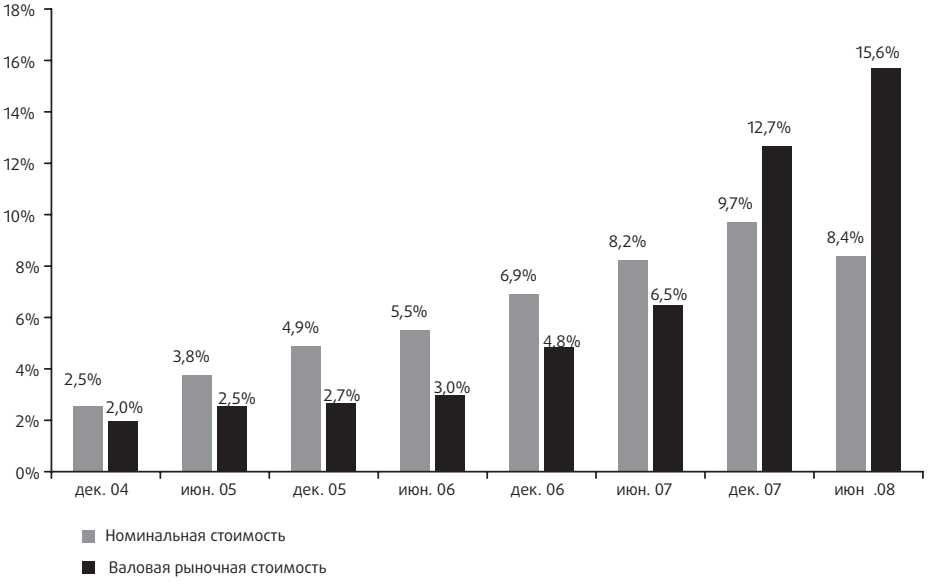
В США кредитные свопы выпадают из-под государственного регулирования в соответствии с Законом о модернизации фьючерсной торговли (Commodity Futures Modernization Act of 2000), не относясь к юрисдикции ни Комиссии по торговле товарными фьючерсами (CFTC), ни Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC), ни ФРС. Шаги в сторону усиления регулирования рынка CDS были сделаны в 2008 году, но неудачно: предложение властей штата Нью-Йорк обязать продавцов CDS обладать лицензией страхового посредника (за исключением ситуаций с «голыми свопами», т.е. чисто спекулятивными) не получило развития. Вместо этого регуляторы совместно с ведущими биржевыми площадками по торговле деривативами стали продвигать централизованный клиринг внебиржевых CDS с перспективой перевода части торговли данными инструментами полностью на биржевую основу.

Рис. 1. **Динамика индекса iTraxx**



Источник: Reuters.

Рис. 2. **Рынок CDS в % от рынка OTC-деривативов**



Источник: BIS.

Перспективы рынка CDS

Предложения о переводе CDS на биржевой рынок появились еще до распространения финансового кризиса, стимулом к чему послужило непрозрачное ценообразование данных инструментов и отсутствие котировок в свободном доступе, а также возможность манипулирования их ценами. В основе ценообразования кредитных свопов лежит принцип равенства приведенных стоимостей ожидаемых потоков платежей: премий, с одной стороны, и выплат в случае дефолта по данному обязательству — с другой. Кроме того, стоимость CDS будет зависеть от факторов: кредитного качества предмета контракта (вероятность дефолта и ожидаемая глубина дефолта по базовому обязательству), волатильности кредитного качества, срока контракта, финансовой устойчивости продавца защиты по CDS, вероятности одновременного дефолта продавца защиты по CDS и эмитента базового обязательства, способа расчетов (денежный или физический). Ключевым моментом является нахождение вероятности наступления дефолта, для которого используются различные методики, но наибольшее распространение получила методика JP Morgan. До недавнего времени она также до конца не раскрывалась, однако в январе 2009 года появилась информация, что JP Morgan передал ее специалистам ISDA с правом ее последующего распространения. Это стало очередным шагом в сторону повышения прозрачности операций с кредитными деривативами.

Но главным механизмом, который сделает рынок CDS более прозрачным, доступным и гибким, является его перевод на централизованный клиринг. Ранее банки — крупнейшие участники рынка кредитных деривативов отказывались проводить операции с CDS через биржи, так как это означало для них усиление конкуренции, сужение ценовых спредов и, как следствие, снижение комиссионных и доходов от торговых операций. При этом биржи не первый год пытаются завоевать данный рынок. Например, на европейской бирже производных инструментов Eurex AG с марта 2007 года обращаются фьючерсы на семейство индексов iTraxx. Теперь же, заручившись поддержкой государственных властей, биржи изменили стратегию завоевания данного рынка и начали предлагать на нем клиринговые услуги, которые уже хорошо зарекомендовали себя на других сегментах OTC-рынка.

Клиринг CDS готовы проводить сразу несколько крупнейших деривативных площадок: NYSE Liffe совместно с LCH. Clearnet — через действующую платформу для внебиржевых инструментов Bclear, CME Group в партнерстве с хедж-фондом Citadel — через платформу CMDX, Eurex и IntercontinentalExchange — через клиринговые организации Eurex Clearing и ICE Trust соответственно.

Одной из первых была запущена платформа ICE Trust, созданная на основе приобретенной группой ICE клиринговой организации The Clearing Corporation, и за период с ее старта 9 марта по 3 апреля 2009 года через нее было проведено 613 сделок с CDS совокупным объемом 71 млрд долларов. Первоначально к централизованному клирингу планируется подключать более стандартизованные и ликвидные индексные контракты (iTraxx и CDX), в дальнейшем – корпоративные CDS. Дополнительным преимуществом системы, предлагаемой группой ICE, является то, что к ней уже подключены основные участники рынка CDS через дочернюю структуру, нью-йоркскую электронную торговую площадку для кредитных деривативов Creditex.

Биржа Eurex планирует для осуществления клиринга по кредитным деривативам создать отдельную компанию, состав Совета директоров которой до 90% предполагается формировать из представителей клиринговых фирм — участников рынка CDS. Клиринг при этом будет осуществляться на платформе Eurex Clearing. В числе первых инструментов находятся контракты на индексы из семейства iTraxx Europe. CDS на отдельные обязательства планируется запускать позднее.

С декабря 2008 года биржа NYSE Liffe совместно с клиринговой палатой LCH. Clearnet предлагают услуги клиринга по кредитным деривативам через платформу Bclear. Однако пока ни одной сделки через данную систему проведено не было в связи с задержкой подключения участников. В то же время планы биржи гораздо шире: предполагается организовать клиринг не только по сделкам с кредитными деривативами, но и внебиржевыми инструментами в целом. При этом особенностью системы является отсутствие эффекта дизинтермедиации существующих дилеров рынка кредитных деривативов, поскольку клиринговые услуги не связаны с процессом заключения сделок. Планы развития рынка кредитных деривативов биржи предполагают использование существующих гарантийных фондов клиринговой организации, однако определенные изменения могут коснуться действующей клиринговой структуры при введении CDS на отдельные выпуски.

Наконец, крупнейшая в мире биржа и клиринговая организация на рынке деривативов — CME — получила одобрение на создание клиринговой платформы для кредитных деривативов CMDX и начало предоставления соответствующих услуг от CFTC и ФРС и ожидает одобрения от SEC. Важной характеристикой предлагаемого CME решения в области клиринга кредитных деривативов является их трансформация во фьючерсные контракты с момента проведения клиринга по заключенным сделкам. С того момента клиринг по CDS осуществляется в едином пуле с остальными биржевыми контрактами в соответствии с общими принципами и в целях гарантирования обязательств по ним используются, в том числе, существующие средства гарантийного клирингового фонда (в размере 7 млрд долларов США).

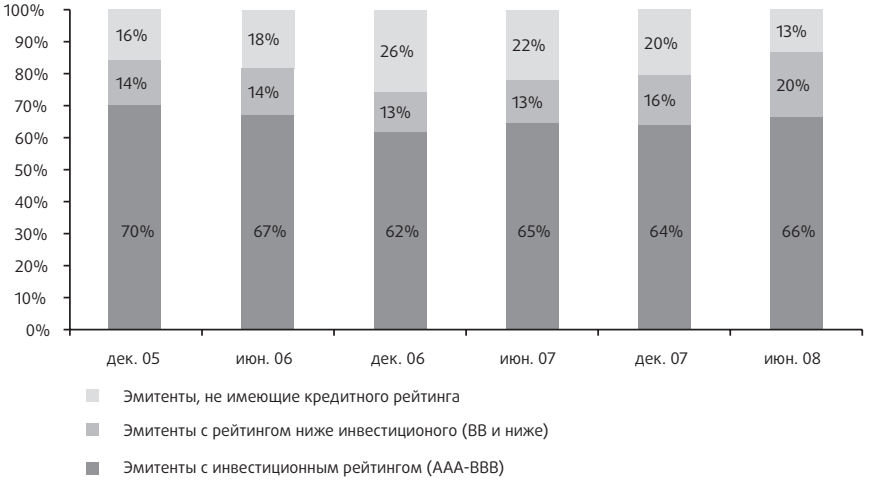
Таким образом, устойчивость перечисленных систем клиринга по CDS будет поддерживаться за счет гарантийных фондов, создаваемых биржами. Со своей стороны клиринговые участники должны будут выполнить ряд дополнительных требований, включая внесение гарантий-

ных взносов (например, минимум 20 млн евро в случае ICE Trust; 3–7% от размера поддерживаемой маржи, но не менее 50 млн евро — Eurex Clearing).

Результатом перевода CDS на централизованный клиринг станет не только решение проблемы риска контрагента, но и дальнейшая стандартизация инструментов, ежедневная переоценка позиций, анонимность и быстрота проведения операций. Биржевой клиринг сократит операционный риск и издержки, присущие внебиржевым сделкам с CDS, которые заключаются преимущественно через голосовых брокеров. Итоги последних месяцев показали, что необходимо проводить взаимозачет открытых позиций по CDS, что проще реализовать при наличии центрального контрагента. В результате многостороннего неттинга, за счет которого размер рисковых позиций, а значит требуемого обеспечения, многократно снижается, объем рынка CDS сократился по сравнению с июнем 2008 года вдвое и в настоящее время составляет 28 трлн долларов.

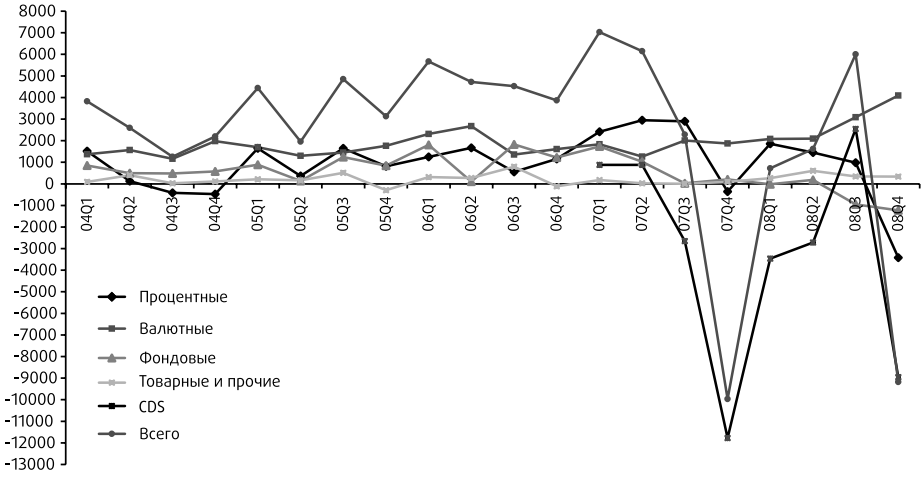
Таким образом, проведение клиринга кредитных деривативов через центрального контрагента является основным направлением развития данного рынка. Текущим сдерживающим фактором является необходимость стандартизации параметров контрактов и торговых практик. В то же время необходимо установление четкого и тесного взаимодействия между центральным контрагентом в лице клиринговых палат и участниками рынка CDS, поскольку в настоящее время операции с кредитными деривативами осуществляются различными банковскими подразделениями в отличие от фьючерсных подразделений, напрямую интегрированных в клиринговый процесс. Даже если потребуется несколько лет, чтобы основные объемы торговли CDS проходили через биржевые системы заключения сделок и клиринга, данный рынок получит новый толчок, причем CDS будут восприниматься большинством уже не как «оружие массового поражения», согласно определению У. Баффета, а как полноценные инструменты финансового рынка. ◻

Рис. 3. **Рейтинг эмитентов обязательств, % от объема CDS на обязательства отдельных эмитентов**



Источник: BIS.

Рис. 4. **Прибыль / убыток американских банков от операций с OTC-деривативами, млн долларов**



Источник: Comptroller of the Currency Administrator of National Banks.

ОПЕРАЦИИ РЕПО

Елена Ненахова
Департамент операций
на финансовых рынках Банка России

Александр Барщевский
Депозитарный центр
ОАО «Газпромбанк»

Стратегическое кредитование

Операции кредитования ценными бумагами: мировой опыт и возможности развития в России

На протяжении прошлого года профессиональные участники финансового рынка активно обсуждали проблемы развития кредитования ценными бумагами. Комплекс имеющихся проблем делится на два основных направления: автоматическое кредитование ценными бумагами и стратегическое кредитование ценными бумагами.

Операции кредитования ценными бумагами в России: итоги 2008 года

На протяжении всего 2008 года профессиональным сообществом участников финансового рынка обсуждались вопросы, связанные с развитием рынка кредитования ценными бумагами в России. Данные дискуссии инициировались саморегулируемой организацией «Национальная фондовая ассоциация» в рамках Комитета по кредитованию ценными бумагами под руководством В. В. Тация, начальника Депозитарного центра «Газпромбанка», и при участии Банка России.

Результатом профессиональных консультаций по вопросам формирования рынка кредитования ценными бумагами стало разделение всего комплекса обсуждаемых тем на два направления. Первым направлением стало «автоматическое кредитование ценными бумагами», вторым — «стратегическое кредитование ценными бумагами». В рамках Комитета по кредитованию ценными бумагами НФА были созданы две рабочие группы:

1. Рабочая группа по направлению ASL (Automatic securities lending (ASL)): автоматическое кредитование в интересах торговых систем для завершения расчетов.
2. Рабочая группа по направлению SSL (Securities loan systems (SSL)): «стратегическое» кредитование для профессиональных участников с использованием собственных портфелей и клиентских

«Автоматическое кредитование ценными бумагами»: оно позволяет решить проблему цепочек непоставок на рынке, вызванных неисполнением участниками расчетов своих обязательств в системах с частичным обеспечением.

бумаг для целей получения дополнительных доходов от владения крупными пакетами ценных бумаг и снижения стоимости владения активами.

По всей видимости, дальнейшее развитие рынка кредитования ценными бумагами в России будет происходить в этих двух направлениях.

Разделение операций кредитования ценными бумагами на «автоматическое» и «стратегическое» носит весьма условный характер, однако у этого разделения имеются вполне объективные причины.

Проводя анализ целей, которыми руководствуются участники рынка, нельзя не заметить, что существует два основных мотива для использования сервисов, предоставляемых в рамках системы кредитования ценными бумагами. Первый мотив, в несколько упрощенном варианте, представляет стремление, в первую очередь торговой инфраструктуры (торговых систем, клиринговых организаций и расчетных депозитариев), обеспечить бесперебойные расчеты в системах расчетов по ценным бумагам, позволяя отказаться от 100%-ного преддепонирования по ценным бумагам и перейти к расчетам с частичным обеспечением. Именно эту задачу и решает «автоматическое кредитование ценными бумагами»: оно позволяет решить проблему цепочек непоставок на рынке, вызванных неисполнением участниками расчетов своих обязательств в системах с частичным обеспечением. В данном случае заем ценных бумаг используется для того, чтобы обеспечить поставку по совершенной сделке купли-продажи, то есть представляет собой краткосрочный заем, как правило, однодневный. В этом случае процент использования пула ценных бумаг потенциальных кредиторов, как показывает международный опыт, очень невысок.

«Стратегическое кредитование ценными бумагами» позволяет профессиональным участникам рынка ценных бумаг с крупными портфелями собственных ценных бумаг и крупным стратегическим инвесторам получить дополнительный гарантированный доход от владения крупными пакетами ценных бумаг и сократить издержки по хранению ценных бумаг. Это достигается за счет активного использования в сделках кредитования ценными бумагами банков-кастодианов, которые по поручению своих клиентов-кредиторов активно взаимодействуют с потенциальными заемщиками. В качестве потенциальных заемщиков могут выступать: собственное казначейство банка-кастодиана, сторонние участники рынка ценных бумаг, желающие взять в кредит ценные бумаги для каких-то своих целей, для реализации определенной торговой стратегии, а также клиринговые и расчетные системы, занимающие бумаги для завершения расчетов. Здесь сделки, как правило, имеют срок свыше двух дней, и высок процент использования пула ценных бумаг потенциального кредитора.

Операции кредитования ценными бумагами

Под займом ценными бумагами (securities loan transaction) понимается сделка (заем) между кредитором и заемщиком, состоящая из двух частей (рис. 1):

- В первой части сделки кредитор передает заемщику ценные бумаги, которые заемщик обязуется вернуть при завершении сделки. В качестве гарантии исполнения обязательств заемщик предоставляет кредитору обеспечение, стоимость которого должна быть не менее стоимости взятых в кредит ценных бумаг. Обеспечение может вноситься денежными средствами, ценными бумагами или другими активами.
- В течение срока займа происходит переоценка рыночной стоимости отданных в кредит ценных бумаг и полученного обеспечения, и в зависимости от результатов переоценки и условий сделки происходит уплата компенсационной маржи либо кредитором, либо заемщиком.
- Во второй части сделки заемщик возвращает кредитору эквивалентные ценные бумаги и уплачивает процент за кредит, а кредитор возвращает заемщику обеспечение.

В качестве основных характеристик сделок по кредитованию ценными бумагами можно отметить:

1. Право собственности на ценные бумаги, отданные к кредит, переходит к заемщику.
2. Право собственности на имущество, переданное в качестве обеспечения, обычно переходит к кредитору.
3. За кредитором, по общему правилу, остаются экономические выгоды (дивиденды, купоны и т.д.), вытекающие из права собственности на отданную в кредит ценную бумагу. При этом заемщик ценных бумаг как их юридический владелец получает все выплаты по отданным в кредит ценным бумагам, но затем в соответствии с

«Стратегическое кредитование ценными бумагами» позволяет профессиональным участникам рынка ценных бумаг с крупными портфелями собственных ценных бумаг и крупным стратегическим инвесторам получить дополнительный гарантированный доход от владения крупными пакетами ценных бумаг и сократить издержки по хранению ценных бумаг.

условиями договора должен перечислить эквивалентную сумму денежных средств кредитору.

Как известно, существует два способа предоставления обеспечения в операциях кредитования ценными бумагами:

- Право собственности на передаваемое обеспечение переходит к получателю обеспечения (collateral taker), то есть к кредитору.
- Оформляется залог обеспечения в пользу получателя обеспечения (collateral taker).

В сделках кредитования ценными бумагами обеспечение выполняет две функции:

- функцию гарантии возврата долга;
- функцию повышения/поддержания ликвидности рынков.

Первая функция состоит в возможности кредитора (получателя обеспечения) в случае ненадлежащего исполнения заемщиком своих обязательств по договору займа произвести реализацию обеспечения и откупить на рынке отданные в кредит, но не возвращенные ценные бумаги.

Вторая функция обеспечения тесно связана с экономической ролью рынка операций кредитования ценными бумагами. Рынки кредитования ценными бумагами играют важную роль в поддержании ликвидности международных рынков капитала. Если имеется развитый рынок кредитов ценными бумагами, то он существенно облегчает участникам финансового рынка доступ к денежным средствам и ценным бумагам.

Хочется отметить, что при передаче обеспечения кредитору с передачей на него права собственности гарантируется выполнение обеих функций. Очевидно, что ликвидность увеличивается, только если передаваемые в обеспечение активы могут быть использованы в других сделках. В случае же залога очевидно лишь выполнение первой функции. Вторая функция, на взгляд авторов, осуществима, только если за залогодержателем закреплено

Рис. 1. **Структура операций кредитования ценными бумагами**

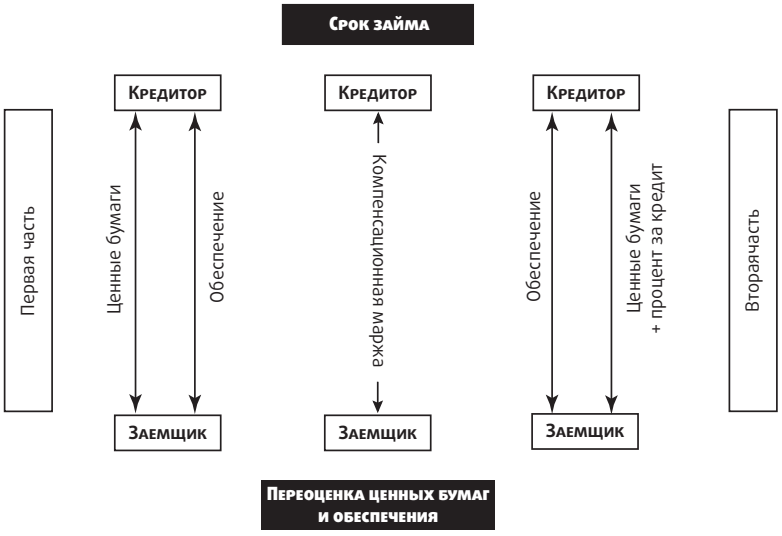
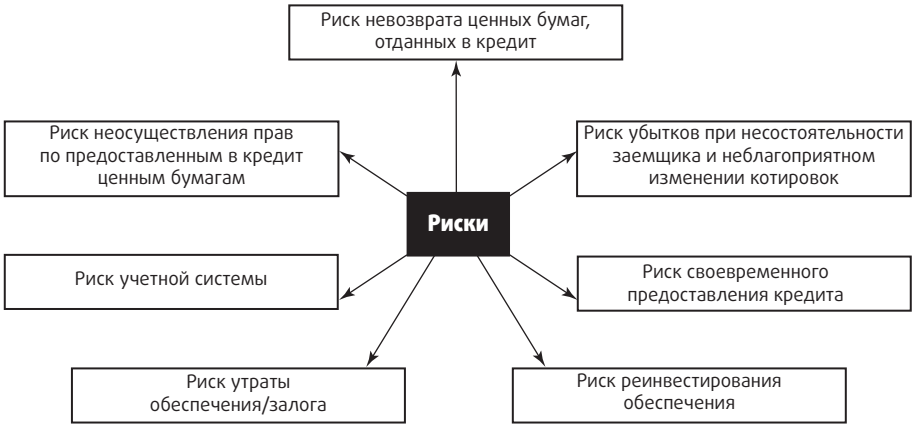


Рис. 2. **Основные риски системы кредитования ценными бумагами**



Быстрое осуществление принудительной реализации обеспечения, достигаемое за счет перехода права собственности на обеспечение, гарантирует постоянную оборачиваемость обеспечения и поддерживает ликвидность рынков. Быстрое применение принудительных мер ограничивает эффект снежного кома и тем самым возникновение систематических рисков.

право распоряжаться полученным обеспечением и отдавать его в другие сделки.

Здесь интересно упомянуть о Европейской директиве об обеспечении (Directive 2002/47/EC of the European Parliament and the Council of 6 June 2002 on financial collateral arrangements), сфера действия которой ограничивается лишь сделками, в которых финансовое обеспечение выполняет как функции гарантии возврата долга, так и функции повышения ликвидности денежных рынков и рынков ценных бумаг.

Риски при кредитовании ценными бумагами, и механизмы управления ими

Любая деятельность на финансовом рынке сопряжена с определенными рисками: в нашем случае операции кредитования ценными бумагами исключением не являются. Однако характерной особенностью именно операций кредитования ценными бумагами является то, что при условии их надлежащего юридического оформления, а также наличия грамотной программы кредитования ценными бумагами, эти операции позволяют кредитору получать дополнительный гарантированный доход по портфелю ценных бумаг при достаточно невысоком уровне риска. В настоящее время при предоставлении займа в ценных бумагах возникают следующие риски (рис. 2).

1. Риск невозврата ценных бумаг, отданных в кредит.
2. Риск неосуществления прав по предоставленным в кредит ценным бумагам, а именно: права голосования на собрании акционеров, права получения дивидендов и иных по ценным бумагам.
3. Риск убытков при несостоятельности заемщика и неблагоприятном изменении котировок.
4. Риск несвоевременного предоставления кредита, что важно при краткосрочном заимствовании (например, для обеспечения поставки по совершенной сделке купли-продажи).
5. Риск реинвестирования полученного денежного обеспечения.
6. Риск утраты обеспечения/залога.
7. Риск учетной системы, для которой основания для проведения упомянутых операций не являются стандартными, т.е. существенное значение имеет надлежащая легитимация заемщика и кредитора.

Существуют следующие основные способы управления рисками операций кредитования ценными бумагами (рис. 3).

Операции кредитования ценными бумагами во всем мире относятся, скорее, к внебиржевому рынку, чем к биржевому. Поэтому важнейшей составляющей системы управления рисками должна стать юридическая конструкция договоров займов ценными бумагами. В международной практике используется несколько видов рамочных соглашений о кредитовании ценными бумагами, которые, тем не менее, включают в себя ряд важнейших положений, по сути, и являющихся макетом системы управления рисками.

Начнем с того, что договорами предусматривается переход прав собственности на ценные бумаги, отдаваемые в кредит, от кредитора к заемщику. При этом к кредитору сразу же переходит право собственности на получаемое обеспечение. Как правило, обеспечение предоставляется кредитору, но широко используется и конструкция, когда обеспечение может быть предоставлено агенту кредитора (например, банку-кастодиану) по поручению кредитора. Переход права собственности на обеспечение защищает кредитора от риска невозврата ценных бумаг, отданных в кредит. Если заемщик не может надлежащим образом исполнить свои обязательства перед кредитором по возврату отданных в кредит ценных бумаг или уплате компенсационной маржи, то кредитор по существующему рамочному соглашению имеет право принудительной реализации обеспечения: кредитор продает обеспечение и покупает на рынке предоставленные в кредит ценные бумаги. Быстрое осуществление принудительной реализации обеспечения, достигаемое за счет перехода права собственности на обеспечение, гарантирует постоянную оборачиваемость обеспечения и поддерживает ликвидность рынков. Быстрое применение принудительных мер ограничивает эффект снежного кома и тем самым возникновение систематических рисков.

Интересно отметить, что в рамках Европейской директивы об обеспечении в случае наступления события, допускающего применение принудительной реализации обеспечения, финансовые инструменты могут быть проданы или присвоены. Государства-члены ЕС, не допускающие присвоения, тем не менее не обязаны признавать возможности присвоения в отношении финансового обеспечения.

Как правило, участники рынка кредитования ценными бумагами заключают в пределах рамочного соглашения о кредитовании ценными бумагами с одним контрагентом одновременно несколько сделок. Поэтому так важно в рамочном соглашении отразить возможность взаимозачета встречных требований по обеспеченным обязательствам.

Обязательства оцениваются по рыночной стоимости, происходит их взаимозачет, и сторонами оплачивается только чистая разница. Также может быть предусмотрена возможность взаимозачитывать выплаты по денежному обеспечению с платой за кредит в сделках кредитования ценными бумагами.

Отдельно следует сказать о возможности досрочного прекращения всех неисполненных сделок и проведения взаимозачета.

В рамочном соглашении о кредитовании ценными бумагами прописана возможность в некоторых случаях (например, в случае дефолта) досрочно прекращать все неисполненные сделки, заключенные в соответствии с рамочным соглашением. При этом при наступлении некоторых событий досрочное прекращение происходит автоматически, а в некоторых случаях требуется уведомление. При досрочном погашении стороны определяют взаимные требования и обязательства, затем, если необходимо, эти требования и обязательства конвертируются в одну валюту, и происходит их взаимозачет.

Не менее важными для проведения операций кредитования ценными бумагами являются вопросы, связанные с выплатами по ценным бумагам, участвующим в подобных операциях. Эти вопросы также решаются в рамках рамочных соглашений. Очевидно, что после того как кредитор отдает заемщику в кредит ценные бумаги и получает обеспечение, то с этого момента заемщик становится собственником ценных бумаг, отданных в кредит, а кредитор — активов, полученных в обеспечение. Поэтому все экономические выгоды (дивиденды, купоны и т. д.), вытекающие из права собственности на отданную в кредит ценную бумагу, получает в течение срока займа заемщик, но затем на основании договора должен перечислить эквивалентную сумму денежных средств кредитору. Все то же самое происходит и при выплатах по ценным бумагам,

Рис. 3. **Основные способы управления рисками операций кредитования ценными бумагами**

Еще одной важной составляющей риска неосуществления прав по предоставленным в кредит ценным бумагам является потеря права голосования на собрании акционеров по отданным в кредит ценным бумагам

выступающим в качестве обеспечения. Кроме того, договором предусматривается, что на начисленные, но не уплаченные эквивалентные суммы, как правило, начисляются проценты. Таким образом, юридическая конструкция договоров позволяет лицу, не являющемуся в течение операции займа ценных бумаг юридическим владельцем ценных бумаг, сохранять за собой на основании рамочного соглашения права на получение всех экономических выгод по отданным в кредит ценным бумагам.

Еще одной важной составляющей риска неосуществления прав по предоставленным в кредит ценным бумагам является потеря права голосования на собрании акционеров по отданным в кредит ценным бумагам. Однако и здесь в рамочном соглашении можно предусмотреть следующую опцию, что кредиторы сохраняют за собой право востребовать ценные бумаги с заемщика в случае, если хотят воспользоваться правом голоса по ссуженным ценным бумагам. Таким образом, заемщики будут обязаны возвратить ценные бумаги по требованию кредиторов. Также кредитор может поручить заемщику голосовать на собрании акционеров определенным образом.

Условия проведения операций кредитования ценными бумагами могут быть достаточно гибкими. Так, например, рамочные соглашения позволяют производить замещение активов (substitution). Замещение представляет собой получение назад переданных ранее в ходе сделки ценных бумаг в обмен на другие ценные бумаги. Замещение разрешает заемщику заменить первоначально предоставленные в качестве компенсационной маржи или обеспечения ценные бумаги на иные приемлемые для кредитора ценные бумаги. Замещение отражает желание стороны, передавшей первоначально ценные бумаги, получить их обратно для использования в иных целях. Право на замещение может осуществляться только с согласия противоположной стороны. Если подобное соглашение не было достигнуто заранее, оно должно быть достигнуто в течение сделки.

Рамочным соглашением также устанавливается периодичность и порядок проведения рыночной переоценки стоимости обеспечения и проверки соответствия стоимости обеспечения стоимости переданных в кредит ценных бумаг. В случае недостаточности обеспечения заемщику направляется требование о довнесении дополнительного обеспечения.

В случаях, если операции кредитования ценными бумагами осуществляют банки-кастодианы, то они предоставляют своим клиентам-кредиторам так называемые гарантии возмещения ущерба. Банк-депозитарий гарантирует кредитору возмещение ущерба при наступлении определенных событий (например, дефолта заемщика).

Несмотря на значительную стандартизацию, рамочные соглашения предлагают возможность использования широкого набора переменных параметров, которые можно пересматривать с приемлемой для стороны периодичностью и которые будут определять приемлемый для кредитора и заемщика профиль «доход/риск». К числу таких параметров можно отнести:

- виды ценных бумаг, которые могут быть отданы в кредит;
- определение максимальной доли от портфеля ценных бумаг, которые могут быть отданы в кредит;
- установление лимита кредитования на каждого заемщика на основе тщательного кредитного анализа заемщиков;
- выбор приемлемого обеспечения и установления дополнительных требований к обеспечению: определение видов ценных бумаг, допустимых эмитентов, требование о наличии кредитного рейтинга установленного уровня, установление дисконтов по ценным бумагам, принимаемым в обеспечение, и величины начальной маржи в зависимости от инвестиционной политики кредитора. Маржа и последующая переоценка устанавливается для того, чтобы гарантировать, что ни кредитор, ни заемщик не подвергнутся большему рыночному риску, чем тот, что был определен сторонами заранее. Также по портфелю обеспечения возможно установить сублимиты по определенному виду или типу ценных бумаг;
- постоянный мониторинг рыночной ситуации, контроль за лимитами и своевременный их пересмотр.

При рассмотрении вопроса о рисках, возникающих при проведении операций кредитования ценными бумагами, необходимо отдельно остановиться на рисках реинвестирования денежных средств. Как известно, денежные средства также могут выступать в качестве обеспечения в операциях кредитования ценными бумагами. Но тогда кредитор должен выплатить заемщику определенный процентный доход, поэтому кредитор вынужден реинвестировать денежное обеспечение под более высокий процент, то есть в активы с большей степенью риска. Как правило, это активы либо с более высоким кредитным риском, либо со сроком погашения большим, чем срок займа ценных бумаг. Поэтому при повышении процентных ставок, снижении кредитного рейтинга инструмента, в который реинвестированы денежные средства, или других обстоятельствах, существует вероятность того, что доход от реинвестирования денежного обеспечения будет меньше процентов, выплачиваемых заемщику. Также банки-кастодианы обыч-

но не дают гарантий возмещений убытков по реинвестициям, поэтому всю полноту риска несет кредитор. Именно поэтому кредитору необходимо очень внимательно подходить к вопросу о разработке инвестиционных директив, описывающих политику по реинвестированию денежного обеспечения.

В сделках по кредитованию ценными бумагами крупные убытки были связаны именно с операциями реинвестирования денежных средств, полученных в качестве обеспечения.

Одним из наиболее ярких примеров «плохого» управления рисками на рынке кредитования ценными бумагами в части реинвестирования денежного обеспечения может служить пример американской страховой компании American International Group Inc. (AIG). Страховые подразделения AIG (прежде всего, AIG Investments) инвестировали страховые премии в акции и облигации и использовали эти бумаги для кредитования с целью получения дополнительных доходов. В декабре 2005 года AIG Investments предложило кредитным риск-менеджерам AIG новую стратегию управления операциями кредитования ценными бумагами. Согласно данной стратегии разрешалось инвестировать до 75% от денежного обеспечения, полученного по операциям кредитования ценными бумагами, в ценные бумаги, обеспеченные активами (asset-backed securities). Данные ценные бумаги были обеспечены ссудами, включая также subprime ссуды и долги по кредитным картам, и по ним выплачивались более высокие проценты, чем по корпоративным облигациям с теми же рейтингами. Следуя новой стратегии управления, менеджеры AIG увеличивали вложения в ипотечные ценные бумаги (subprime-mortgage bonds) на протяжении 2006 и 2007 годов, достигнув на конец 2007 года общего объема вложений в размере 94 млрд долларов США. Дополнительное инвестирование денежного обеспечения позволило увеличить на 30% в 2007 году

Структура «Генерального соглашения по кредитованию ценными бумагами», версия Май 2000 г.

1. Применимость (Applicability).
2. Определения (Interpretation).
3. Предоставление ценных бумаг в качестве займа (Loans of Securities).
4. Передача (Delivery).
5. Обеспечение (Collateral).
6. Выплаты по бумагам и другие корпоративные действия (Distributions and Corporate Actions).
7. Ставки, применяемые к ценным бумагам, отданным в заем и к денежному обеспечению (Rates Applicable To Loaned Securities And Cash Collateral).
8. Возврат равнозначных ценных бумаг (Redelivery of equivalent securities).
9. Невозможность совершения обратной поставки (Failure to redeliver).
10. Зачет и прочее (Set-off etc).
11. Налог на продажу (transfer taxes).
12. Заверения кредитора (Lender's warranties).
13. Заверения заемщика (Borrower's warranties).
14. Случаи нарушения обязательств (events of default).
15. Проценты на просроченные платежи (interests on outstanding payments).
16. Сделки, заключенные в качестве агента (Transaction entered into as Agent).
17. Прекращение данного соглашения (Termination of this agreement).
18. Единственное соглашение (Single agreement).
19. Недействительность части договора (Severance).
20. Специальное исполнение (Specific performance).
21. Уведомления (Notices).
22. Уступка (Assigment).
23. Отсутствие отказа от права (Non-waiver).
24. Применимое право и юрисдикция (Governing law and Jurisdiction).
25. Время (Time).
26. Запись (Recording).
27. Отказ от неприкосновенности (Waiver of immunity).
28. Разное (Miscellaneous).
29. Приложение (Schedule).

В приложении стороны определяют приемлемые формы обеспечения и приемлемые размеры маржи для каждой из форм, определяют базовую валюту, определяют офис, через который происходит исполнение сделок по данному соглашению и т.д.

Примерная структура «Стандарта (генерального соглашения) об общих условиях кредитования ценными бумагами для направления SSL»

I. Термины и определения.
II. Предмет договора.
III. Порядок присоединения к договору.
IV. Обязательные условия для заемщиков и кредиторов для участия в системе кредитования.
V. Порядок открытия сделки.
VI. Порядок передачи ценных бумаг в сделку.
VII. Порядок обеспечения кредитной сделки.
VIII. Порядок действий сторон при проведении корпоративных действий.
IX. Права и обязанности сторон по договору.
X. Порядок закрытия сделки.
XI. Порядок выплаты/удержания вознаграждения и проведения расчетов.
XII. Порядок действий сторон в случае неисполнения обязательств.
XIII. Порядок прекращения договора/прекращения участия в договоре.
XIV. Приложения:

a. Формы поручений и распоряжений.
b. Формы отчетов.
c. Форма доверенности от депонента депозитарию кастодиану на право проведения операций.
d. Форма заявления для нового участника о присоединении к договору (генеральному соглашению).
e. Порядок формирования перечня допустимых активов для обеспечения сделок.
f. Порядок определения и информирования участников системы кредитования ценными бумагами по основным параметрам сделок (сроки, ставки).
g. Порядок ведения НСИ для целей переоценки обеспечения.
h. Порядок установления и отмены лимитов на участников системы кредитования ценными бумагами для необеспеченных займов.
i. Правила распределения доходов от операций кредитования для пула кредиторов.
j. Правила бухгалтерского учета операций по кредитованию ценными бумагами для кредитных организаций.

Кредитование ценными бумагами может быть инструментом, позволяющим кредитору получать дополнительный доход на свой портфель ценных бумаг при достаточно низком уровне риска при условии грамотной организации программы кредитования ценными бумагами.

доналоговую прибыль до величины в 466 млн долларов США.

Подразделение по кредитованию ценными бумагами AIG должно было выплачивать или пролонгировать большинство своих кредитов ценными бумагами каждые 30 дней. Начиная с середины 2007 года цены на большинство ипотечных облигаций резко пошли вниз, приводя к необходимости внесения дополнительной маржи со стороны AIG. Портфель ипотечных ценных бумаг сократился до величины в 70 млн долларов США к сентябрю 2008 года, когда проблемы AIG достигли критического момента. Рейтинговые агентства понизили кредитные рейтинги AIG. В начале октября 2008 года многие дилеры вернули AIG ценные бумаги, полученные по операциям кредитования, требуя вернуть им взамен денежное обеспечение.

Для спасения крупнейшей страховой компании мира американскому правительству потребовалось выделить 150 млрд долларов США для того, чтобы помочь AIG справиться со своими проблемами на рынке кредитования ценными бумагами. В конце 2008 года AIG заявила о полном прекращении своих программ кредитования ценными бумагами.

Подводя итог вышесказанному, хочется заметить, что кредитование ценными бумагами может быть инструментом, позволяющим кредитору получать дополнительный доход на свой портфель ценных бумаг при достаточно низком уровне риска при условии грамотной организации программы кредитования ценными бумагами. Инструментарий для такой организации заложен в первую очередь, как мы видели, в рамочных соглашениях о кредитовании ценными бумагами. При этом крайне важно, чтобы положения, заложенные в рамочном соглашении, могли быть реализованы с точки зрения существующего правового поля.

Рамочное генеральное соглашение о кредитовании ценными бумагами

На сегодняшний день на рынках кредитования ценными бумагами используются несколько рамочных соглашений. Наиболее известными из них являются:

- «Генеральное соглашение по кредитованию ценными бумагами», версия «Май 2000 год» (the Global Master Securities Lending Agreement (GMSLA May 2000), подготовленное Международной ассоциацией по кредитованию ценными бумагами (The International Securities Lending Association (ISLA). Как правило, GMSLA используется на рынке Великобритании, хотя многие ее положения были взяты за основу для разработки рамочных соглашений о кредитовании ценными бумагами в других регионах. Например, Азиатской ассоциацией по кредитованию ценными бумагами (Pan Asia Securities Lending Association (PASLA)) используется именно GMSLA.
- Рамочное соглашение о кредитах ценными бумагами (версия 2000) (The Master Securities Lending Agreement (MSLA), разработанное Американской ассоциацией по рынку облигаций (the Bond Market Association (TBMA)1. Данное рамочное соглашение чаще всего используется при заключении сделок на американском рынке.
- Для достижения единообразия на европейском рынке для документирования сделок РЕПО и операций кредитования ценными бумагами используется Европейское рамочное соглашение (the European Master Agreement (EMA)). Официальное название для EMA — «Рамочное соглашение для финансовых операций». EMA было разработано Европейской федерацией банков совместно с Европейской группой сберегательных банков и Европейской ассоциацией кооперативных банков. Европейское рамочное соглашение представляет собой пример документирования различных финансовых инструментов в одном соглашении. EMA в настоящее время позволяет документировать как операции РЕПО, так и операции кредитования ценными бумагами.

На наш взгляд, сейчас в международных сделках активно используется «Генеральное соглашение по кредитованию ценными бумагами», версия «Май 2000 год» (the Global Master Securities Lending Agreement (GMSLA May 2000).

Учитывая международный опыт организации рынков кредитования ценными бумагами, рабочей группой по направлению SSL Комитета по кредитованию НФА предлагается для последующего обсуждения форма стандарта (генерального соглашения) об общих условиях кредитования ценными бумагами (см. с. 47 и примерная структура «Стандарта об общих условиях кредитования ценными бумагами для направления SSL».

Форма стандарта (генерального соглашения) об общих условиях кредитования ценными бумагами для направления SSL.

Участники операций кредитования ценными бумагами заключают договор присоединения, в котором описан порядок исполнения сделок; правила

[1] В ноябре 2006 года произошло объединение Американской ассоциации по рынку облигаций и Ассоциации индустрии ценных бумаг (США) (the Securities Industry Association) в действующую на сегодняшний момент Ассоциацию индустрии ценных бумаг и финансовых рынков США (the Securities Industry and Financial Markets Association).

Таблица 1. **Основные термины и определения из рамочных соглашений, используемых в Европе, Азии и Америке**

Определения/Рамочные соглашения	«Генеральное соглашение по кредитованию ценными бумагами», версия Май 2000 г. (the Global Master Securities Lending Agreement (GMSLA May 2000)	«Рамочное соглашение о кредитах ценными бумагами», версия 2000 г. (The Master Securities Lending Agreement (MSLA)	Европейское рамочное соглашение «Рамочное соглашение для финансовых операций», Приложение для сделок займа ценными бумагами, версия 2001 г., (the European Master Agreement (EMA)), Product annex for Securities loans), Edition 2001
1. Заем ценных бумаг (Loan); кредитор (Lender), заемщик (Borrower)	Стороны договариваются о том, что периодически одна из сторон (кредитор) будет предоставлять другой стороне (transfer) (заемщику) ценные бумаги и финансовые инструменты (ценные бумаги) в обмен на передачу обеспечения с одновременным принятием заемщиком на себя обязательств передать (transfer) кредитору ценные бумаги, эквивалентные отданным в кредит в заранее определенную дату в будущем или по требованию в обмен на передачу от кредитора к заемщику активов, эквивалентных полученному обеспечению. Каждая отдельная операция определяется как заем (Loan). (Раздел 1. Применимость GMSLA)	Стороны договариваются о том, что периодически будут вступать в операции по которым одна сторона (кредитор) будет предоставлять в кредит (lend) другой стороне (заемщику) определенные ценные бумаги в обмен на передачу (transfer) обеспечения. Каждая отдельная операция определяется как заем (Loan). (Раздел 1. Применимость MSLA)	Операции (займы ценными бумагами) (Securities Loans), в которых одна сторона (кредитор) предоставляет в кредит (lend) другой стороне (заемщику) ценные бумаги (Loaned Securities) на определенный срок или заранее не определенный срок. Каждая отдельная операция определяется как заем (Securities Loan). (Раздел 1. Цель, применимость Product annex for Securities loans).
2. Отданные в заем бумаги (Loan security)	Отданные в заем ценные бумаги (Loaned Securities) означают ценные бумаги, являющиеся предметом действующей сделки займа (Loan). (Раздел 2. Интерпретация, пункт 2.1 GMSLA)	Отданная в заем ценная бумага (Loaned Security) означает любую ценную бумагу переданную в сделке займа (Loan) до тех пор, пока эта ценная бумага (или идентичная ценная бумага) не будет передана обратно кредитору. Если новые или другие ценные бумаги должны быть обменены на отданные в заем ценные бумаги в результате рекапитализации, слияния, консолидации или иных корпоративных действий, такие новые ценные бумаги будут считаться ценными бумагами, отданными в заем (вместо первоначально обмененных на них ценных бумаг, отданных в заем). (Раздел 25. Определения, пункт 25.33 MSLA)	Отданные в заем ценные бумаги (Loaned Securities) определены в Разделе 1. Цель, применимость Product annex for Securities loans (см. строку выше).
3. Обеспечение (Collateral)	Обеспечение (Collateral) означает такие ценные бумаги или финансовое обеспечение или передачу денежных средств, как указано в 1 параграфе Приложения к рамочному договору, или любое их сочетание, определяемые сторонами перед каждой сделкой займа и которые передаются заемщиком кредитору в соответствии с настоящим договором и должны включать Альтернативное обеспечение (Раздел 2. Интерпретация, пункт 2.1 GMSLA)	Обеспечение (Collateral) означает или уже принадлежащее на праве собственности или в будущем приобретенное и в рамках применяемого законодательства: (a) любое имущество, которое заемщик и кредитор определили как приемлемое в качестве обеспечения до начала сделки займа и которое передается (transfer) кредитору в соответствии с правилами, установленными рамочным соглашением; (b) любое имущество, замененное как обеспечение одно на другое в соответствии с правилами, установленными рамочным соглашением); (c) все счета, на которых размещено данное имущество; (d) любой доход, полученный от вышеупомянутого имущества (Раздел 25. Определения, пункт 25.11 MSLA)	В Приложении (Product annex for Securities loans) для сделок займа ценными бумагами определение обеспечения не приводится.

Сделки кредитования должны заключаться между кредиторами и заемщиками или их агентами. Сделки кредитования могут заключаться сторонами в организованной торговой системе или непосредственно в результате переговоров. Роль банка-депозитария в этих случаях состоит в реализации механизма осуществления сделок.

заключения сделок; порядок подачи и форма кредитных заявок; правила учета кредитных сделок; алгоритмы фиксации и учета обеспечения, его оценки, проверки достаточности; порядок действий при закрытии сделки; перечень действий депозитария при нехватке обеспечения и при ненадлежащем исполнении сделки; форма и способ заключения договора кредитования ценными бумагами.

Только участники соглашения могут заключать между собой сделки кредитования, которые будут исполняться депозитарием в установленном порядке.

Кроме того, соглашение содержит порядок присоединения к нему и выхода из него. Договор подписывают потенциальные кредиторы[2] (агенты кредиторов[3]), потенциальные заемщики[4] (агенты заемщиков[5]) и депозитарий. За исключением депозитария, остальные участники могут подписывать договор в разных качествах: заемщика, агента заемщика, кредитора, агента кредитора.

Глоссарий

Здесь необходимо упомянуть и о важности разработки понятийного аппарата, то есть глоссария терминов и определений по операциям кредитования ценными бумагами. На наш взгляд, крайне важно, чтобы участники рынка кредитования ценными бумагами в России, используя одни и те же термины, понимали под ними одно и то же.

В международной практике, несмотря на наличие нескольких рамочных соглашений по кредитованию ценными бумагами, термины, используемые в этих договорах, имеют практически идентичное содержание (таблица 1.).

На сегодняшний момент на международном рынке кредитования ценными бумагами наблюдается тенденция к унификации и стандартизации рамочных договоров. И причины этого процесса ясны — участникам легче работать в рамках одного соглашения и использовать одни и те же термины.

Поэтому мы считаем, что важной составляющей деятельности по становлению и развитию рынка кредитования ценными бумагами в России должна стать работа над Глоссарием терминов рынка кредитования ценными бумагами (единого для направлений «автоматического» и «стратегического» кредитования ценными бумагами), который затем мог бы быть инкорпорирован в Стандарт (генеральное соглашение) об общих условиях кредитования ценными бумагами.

В качестве основы для такого Глоссария терминов рынка кредитования ценными бумагами мы предлагаем взять Глоссарий терминов, содержащийся в Приложении 1 к докладу «Операции кредитования ценными бумагами: рыночное развитие и применение» (Международная организация комиссий по ценным бумагам, Комитет по платежным и расчетным системам, июнь, 1999 г.), а также термины и определения из международных рамочных соглашений. Ниже приводится краткий перечень основных терминов и определений, который может быть положен в основу российского Глоссария терминов рынка кредитования ценными бумагами (таблица 2).

Основные требования к процедурам кредитования в рамках направления SSL

Сделки кредитования должны заключаться между кредиторами и заемщиками или их агентами. Сделки кредитования могут заключаться сторонами в организованной торговой системе или непосредственно в результате переговоров. Роль банка-депозитария в этих случаях состоит в реализации механизма осуществления сделок. При заключении сделок кредитования с целью своевременного осуществления поставок «местом заключения» таких сделок должен быть банк-депозитарий. Дело в том, что время от момента выявления проблемы с поставкой до момента получения кредита, который позволит разрешить эту проблему, должно быть минимальным. Поэтому подобные сделки должны заключаться сторонами «внутри депозитария» в автоматическом режиме, что соответствует традиционным методам осуществления таких операций на Западе. При этом банк-депозитарий, не будучи стороной по сделке, не принимает на себя кредитные и иные риски, а только действуя по фиксированным правилам, обеспечивает в оперативном режиме заключение сделки между кредитором и заемщиком. При заключении сделки заимствования с целью гарантирования поставок взятые в заем ценные бумаги используются исключительно для исполнения соответствующей поставки. В остальных случаях заемщик самостоятельно определяет направления использования ценных бумаг, взятых в долг.

Примерный перечень бизнес-процессов системы кредитования ценными бумагами в рамках направления SSL:

1. Присоединение нового участника к генеральному договору об условиях кредитования ценными бумагами.

[2] Кредитор является депонентом депозитария.
[3] Агент кредитора является депонентом депозитария, открывшим в нем междепозитарный счет.
[4] Заемщик является депонентом депозитария.
[5] Агент заемщика является депонентом депозитария, открывшим в нем междепозитарный счет.

Таблица 2. **Краткий перечень основных терминов и определений рынка кредитования ценными бумагами**

№ п/п	Термин		Содержание термина
	на русс. языке	на англ. языке	
1	Заем ценных бумаг	Securities loan	Заем конкретных ценных бумаг, обычно под обеспечение (предоставленное денежными средствами или другими ценными бумагами)
2	Обеспечение	Collateral	Актив или обязательство третьей стороны, которые принимаются стороной, принимающей обеспечение (collateral taker), для гарантирования исполнения обязательств стороной, предоставляющей обеспечение (collateral provider). Соглашения об обеспечении могут иметь различные юридические формы; обеспечение может быть получено при применении метода передачи права собственности (the method of title transfer) или залога (pledge)
3	Ликвидационный неттинг	Close-out netting	Договоренность о проведении расчетов по всем существующим обязательствам и требованиям к противоположенной стороне путем уплаты одного единственного нетто-платежа немедленно при возникновении события дефолта
4	Доход от реинвестирования денежного обеспечения	RI Return	Доход от реинвестирования денежного обеспечения
5	Перекредитование	Onlend	Заем ценной бумаги у одной стороны и последующее кредитование аналогичной ценной бумагой другой стороны
6	Замена ценных бумаг	Substitution	Замена активов, предоставленных в качестве обеспечения, на другие равнозначные для сторон активы
7	Операции «со сроком»	Term transaction	Операции с зафиксированной датой окончания или датой исполнения
8	«Открытые» операции, сделки с открытым сроком	Open transaction	Операции с незафиксированным сроком исполнения, с возможностью прекращения операции или перенесения сроков
9	Операции кредитования ценными бумагами, ориентированные на приобретение конкретных ценных бумаг	Securities-driven securities lending transaction	Операции, мотивация которых заложена в заимствовании/кредитовании конкретных ценных бумаг через сделки РЕПО или заем ценных бумаг
10	Операции кредитования ценными бумагами, ориентированные на привлечение денежных средств	Cash-driven securities lending transaction	Операции, целью которых является желание занять/вложить некоторую сумму денежных средств через сделку РЕПО (или заем) с ценными бумагами
11	Агент	Agent	Организация, например компания, управляющая фондом, или организация, предоставляющая кастодиарные услуги, которая организует операцию займа ценных бумаг и оговаривает с заемщиком условия операции от имени клиента – владельца ценных бумаг
12	Коэффициент использования	Utilisation	Отношение выданных кредитов (займов ценными бумагами) к объему доступных для кредитования активов, в %
13	Компенсационный платеж	Manufactured payment	Платеж заемщика ценных бумаг кредитору вместо действительных дивидендов или другого дохода, полученного от ценных бумаг (чистое сальдо любых применяемых налогов), которые кредитор мог бы получить, если он не дал бы ценные бумаги в заем
14	«Эксклюзивный» портфель	An exclucive	Портфель ценных бумаг или его часть, который (ую) кредитор делает доступной для заемщика на определенный период времени, для того чтобы заемщик мог заимствовать необходимые ему ценные бумаги из портфеля. При этом заемщик платит кредитору заранее согласованное вознаграждение
15	Активы, доступные для кредитования	Lendable assets	Принадлежащие кредитору ценные бумаги, которые могут быть отданы в операцию кредитования
16	Ставка-скидка	Rebate	Процентная ставка, которую уплачивает кредитор заемщику за пользование денежными средствами, предоставленными в качестве обеспечения. Обычно процентная ставка будет ниже рыночной ставки с тем, чтобы отразить плату по кредиту ценными бумагами
17	Событие дефолта	Event of default	Событие, определенное в рамочном соглашении как дефолт. В основном, случай неплатежа или непоставки в определенный день, нарушение договора и несостоятельность являются «событием дефолта»

Таблица 2 составлена авторами на основе Приложения 1 (Глоссарий) к докладу «Операции кредитования ценными бумагами: рыночное развитие и применение» (Международная организация комиссий по ценным бумагам, Комитет по платежным и расчетным системам, июнь 1999 года), а также Глоссария при Ежегодном обзоре рынка кредитования ценными бумагами (Securities Lending Yearbook, Spitafield Advisors).

Таблица 2. **Продолжение**

№ п/п	Термин		Содержание термина
	на русс. языке	на англ. языке	
18	Возмещение убытков	Indemnification	Соглашение о компенсации ущерба или убытков. Иногда кастодианты предлагают его в различных формах кредитуемым клиентам
19	Рамочное соглашение	Master agreement	Соглашение, устанавливающее стандартные сроки и условия, подходящие всем или определенному набору операций, которые стороны могут заключать время от времени, также включающее сроки и условия проведения ликвидационного неттинга (close-out netting)
20	Отзыв	Recall	Требование кредитора ценных бумаг о возврате ценных бумаг заемщиком в сделке с открытым сроком (an open transaction)
21		Securities Lending Return to Lendable (SLRTL)	Доход от операций кредитования ценными бумагами применительно к определенным видам активов, доступных для кредитования, в базисных пунктах
22		Total Return to Lendable (TRTL)	Доход одновременно и от операций кредитования ценными бумагами, и от реинвестирования денежного обеспечения применительно к определенным видам активов, доступных для кредитования, в базисных пунктах

2. Формирование лимитов кредиторов на участников системы кредитования ценными бумагами.
3. Формирование и передача в операционный центр сведений об условиях кредитования кредиторами.
4. Информирование участников системы кредитования ценными бумагами об условиях выдачи кредитов (реестры кредитных активов и реестры активов обеспечения, сроки и ставки кредитов).
5. Открытие кредитной сделки (процедура выдачи кредита).
6. Закрытие кредитной сделки (процедура погашения кредита).
7. Мониторинг исполнения обязательств в период действия кредитных обязательств.
8. Принудительное закрытие кредитной сделки (в случае невозврата кредитного актива или невыполнения обязательств по поставке дополнительного обеспечения).
9. Начисление штрафных санкций при неисполнении обязательств и их взимание.
10. Подготовка и выдача отчетов о состоянии исполнения обязательств.
11. Начисление платы за услуги инфраструктуры.
12. Выставление счетов за услуги и контроль их оплаты.
13. Ведение баз данных НСИ (нормативно-справочной информации) для целей ежедневного расчета и переоценки стоимости обеспечения.

Основные выгоды от создания системы кредитования ценными бумагами в рамках сегмента SSL

I. Для рынка

- Создание нового сегмента финансового рынка, развитие которого направлено на повышение его ликвидности.
- Разработка системы стратегического кредитования ценными бумагами с развитыми и гибкими сервисами для вовлечения в оборот активов «стратегических инвесторов», а также вовлечения в рыночный оборот активов мелких (розничных) инвесторов через механизм формирования кредитных пулов.
- Реализация прозрачной и эффективной системы управления рисками, созданной на законодательном уровне и находящейся под управлением и контролем не только участников рынка, но и государства.

II. Для клиентов депозитария

- Возможность для извлечения дополнительных доходов участниками рынка и инвесторами — повышение эффективности владения активами.
- Возможность для депонентов по снижению инфраструктурных издержек (расходов по обслуживанию хранения активов) — снижение совокупной стоимости обслуживания активов.

III. Для депозитария кредитной организации

- Предоставление своим депонентам новых видов сервисов и услуг, направленных на повышение лояльности клиентской базы, привлечение на комплексное депозитарное и банковское обслуживание новых клиентов;
- Получение дополнительных доходов от предоставления новых видов услуг;
- Привлечение на комплексное депозитарное и банковское обслуживание новых клиентов — формирование клиентской базы банка.

В заключение хочется отметить, что необходимость развития рынка кредитования ценными бумагами осознана и поддержана на государственном уровне. Так, в Концепции создания международного финансового центра в Российской Федерации отдельно подчеркивается, что «для роста ликвидности будет также полезно законодательное урегулирование вопросов кредитования ценными бумагами»[6]. ◻

[6] Концепция создания международного финансового центра в Российской Федерации (одобрена на заседании Правительства РФ 5 февраля 2009 года).

Финансовый форум

В Москве состоялся первый Финансовый форум ММВБ. Он собрал более тысячи участников. На пленарном заседании Форума выступили руководитель Федеральной службы по финансовым рынкам Владимир Миловидов; депутат Государственной думы, президент ассоциации региональных банков России Анатолий Аксаков; председатель комитета Совета Федерации по финансовым рынкам и денежному обращению Дмитрий Ананьев; первый исполнительный вице-президент РСПП Александр Мурычев; директор Департамента операций на финансовых рынках Банка России Сергей Швецов, директор департамента финансовой политики Министерства финансов России Алексей Саватюгин; председатель правления НАУФОР Алексей Тимофеев; председатель Совета директоров МДМ-Банка Олег Вьюгин, президент СРО НФА Константин Волков и многие другие.

В рамках Форума обсуждались темы:

- РЕПО и биржевой клиринг;
- новые инструменты и технологии срочного рынка;
- центральный контрагент на фондовом рынке;
- изменения законодательства;
- клиринг внебиржевых сделок, технологии клиринга НКЦ;
- направления развития биржевого валютного рынка;
- рынок поставочных фьючерсов на пшеницу — новые возможности;
- опыт использования биржевых механизмов в регулировании рынка зерна;
- задачи посттрейдинговой инфраструктуры рынка ценных бумаг в свете Стратегии развития фондового рынка на период до 2020 года и др.

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.

Алексей Курасов
руководитель департамента
рынков акционерного капитала
компании «Финам»

Сафари – только по лицензиям

Ликвидность и прозрачность биржевого рынка во многом определяет присутствие на нем маркетмейкеров

Ликвидный рынок предоставляет инвестору возможность совершать операции с бумагой с определенными издержками, в определенном объеме и в определенный период, что дает возможность оценить риск операций. Целью маркетмейкерства является повышение привлекательности активов через улучшение их ликвидности.

Деятельность маркетмейкеров как условие ликвидности фондового рынка.

Для начала — несколько прописных истин. Правильный фондовый рынок должен быть ликвидным. То есть таким, для которого НЕ характерны большие колебания объемов сделок.

Ликвидность рынка ценных бумаг — составной показатель. Он включает несколько количественных и качественных характеристик, основными из которых являются:

- незначительный разрыв между ценой покупателя и ценой продавца;
- большое число участников;
- частое появление новых ценных бумаг. Речь здесь идет не о номинальных листингах, а о полноценных размещениях для большого числа участников.

В целом, ликвидный рынок предоставляет инвестору возможность совершать операции с бумагой с определенными издержками, в определенном объеме и в определенный период, что дает возможность оценить риск операций.

Такой рынок является мечтой инвестора. И надо ли говорить, особенно читательской аудитории «Вестника НАУФОР», что отечественный рынок никогда не соответствовал этим мечтам в полной мере. О нынешних кризисных временах что и говорить.

Но повышение ликвидности отечественного рынка — безусловно, важная цель, к которой имеет смысл стремиться. Какими способами можно этого добиться?

В этой статье:

Общие требования к ликвидному рынку.

Маркетмейкеры как часть инфраструктуры финансового рынка.

Фактическая деятельность маркетмейкеров на российском рынке.

Фондовый рынок после кризиса.

Ликвидность рынка обеспечивается многими условиями, в числе которых — привлечение максимально широкого круга участников торгов, а также наличие на рынке маркетмейкеров.

Еще немного теории

Поговорим о маркетмейкерстве.

Формально маркетмейкерство (ММ) — это поддержание определенного уровня ликвидности, т.е. возможности по покупке и/или продаже некоего объема бумаг в определенный период времени с прогнозируемыми издержками. Или, другими словами, маркетмейкер (ММ) — это участник торгов, который выставляет встречные заявки на покупку и продажу финансового инструмента в объеме, который позволит целевой группе инвесторов совершать операции через биржу в течение значительного периода (как правило, от 6 месяцев и более) с ограниченным по верхней границе спредом (затратами на операцию).

Если продолжить логическую цепочку, то маркетмейкерство — это услуга, целью которой является повышение привлекательности активов (неликвидных, как правило, инструментов, как уже торгуемых, так и выпускаемых в рамках первичного размещения или дополнительной эмиссии) для инвесторов через улучшение их ликвидности. Потребителями данной услуги, соответственно, могут выступать:

- руководство компании-эмитента, держатели крупных пакетов акций (облигаций и т.д.);
- другие группы лиц, заинтересованных в повышении ликвидности и инвестиционной привлекательности как отдельного инструмента, так и биржи (финансового центра и т.п.), на которой данный инструмент обращается.

Вывод достаточно очевиден: ММ — это часть инфраструктуры финансового рынка, отражающая способность финансового центра предоставлять услуги различным группам инвесторов при реализации ими инвестиционных стратегий.

Вечный вопрос: что делать?

Хотелось бы предложить для обсуждения меры по развитию инфраструктуры фондового рынка в РФ в части, касающейся маркетмейкерства (повышения ликвидности и привлекательности российских бирж). Ими могут быть:

1. Утверждение участниками рынка единого формата/ов и основных условий при осуществлении функции ММ.
2. Публичное раскрытие информации о нарушении(ях) маркетмейкером (маркетмейкерами) условий (параметров) ММ — на сайте эмитента, регулятора, биржи, профучастника, при наличии акций, обращающихся за пределами РФ, – раскрытие на сайте биржи, где обращаются бумаги, направление в адрес иностранного регулятора (биржи обращения) сообщения о нарушении норм ММ на рынке РФ компанией с указанием наименования аффилированной компании, оперирующей на рынке иностранного регулятора.
3. Создание механизма контроля по приему и распределению акций при открытой подписке. А именно, при публичном размещении акций (по открытой подписке) эмитент или его представитель (агент) уведомляет регулятора о принятых заявках (от кого принята заявка и с какими существенными параметрами); он также уведомляет лицо (или представителя), подавшее заявку, о подобном уведомлении; причем подавший заявку может уточнить факт принятия заявки (как у регулятора, так и у эмитента или его представителя) и причину, по которой заявка была отклонена или исполнена частично.

Данные инициативы направлены в первую очередь на повышение открытости отечественного рынка ценных бумаг и его привлекательности для инвесторов. Поскольку обмен информацией и раскрытие нарушений на российском рынке (в том числе иностранным биржам и регуляторам) даст возможность широкому кругу инвесторов понимать и оценивать в полном объеме риски по инвестированию в российские компании.

Небольшая ремарка: не хотелось бы, чтобы излагаемые далее факты были поняты неверно. Поэтому из текста исключены названия профучастников и эмитентов.

Материал не направлен на обвинение кого-либо из участников фондового рынка, это лишь описание текущего состояния и возможностей дальнейшего развития.

От некоторых участников можно услышать пламенные речи о том, что подобные тезисы — это обвинения спекулянтов в падении фондового рынка и т.п.

Ничего подобного!

Материал не обвиняет спекулянтов в падении. Рынок есть рынок, и для него абсолютно нормально движение как вверх, так и вниз. Но рынок, состоящий из спекулянтов на 80–99%, неэффективен, а совершаемые на нем сделки непрозрачны. Такой рынок создает угрозу для всей экономической системы страны.

Полностью согласен с президентом биржи РТС Романом Горюновым, который публично заявил: «Мы любим спекулянтов» (хедж-фонды, фонды прямых инвестиций и т.д.). Но на биржевом рынке должны быть и другие инвесторы. Доля спекулянтов от общего числа инвесторов не должна превышать, в лучшем случае, 20%.

В России можно и нужно строить нормальную современную открытую инфраструктуру с широким набором биржевых инструментов и операций (в том числе и возможность совершать короткие продажи), в России может эффективно работать на бирже широкий круг инвесторов, и опыт работы «Финама» с японскими инвесторами это доказывает.

Как это устроено?

Чтобы понять, какие изменения нужны и как их осуществить, нам следует ответить на два вопроса.

1. Что представляет собой ММ в РФ сегодня?
2. Что может представлять ММ, и как этого можно достичь?

Итак, чем является маркетмейкерство на сегодняшнем российском фондовом рынке.

Для ответа мы проанализировали выборку данных о работе маркетмейкеров по акциям и облигациям с 2007 года (см. табл. 1–6).

При этом мы разделили маркетмейкеров на три группы: 1) госкомпании (20%); 2) российские негосударственные компании (40%); 3) иностранные компании (40%).

Общее количество маркетмейкеров в выборке — 20.

Ежедневная ликвидность облигаций рассчитывалась как отношение оборота в этот день (в рублях) к произведению количества торгуемых бумаг облигационного выпуска и номинала облигации в рассчитываемый день, выраженная в процентах.

Лучшие показатели по ликвидности продемонстрировали маркетмейкеры — госбанки.

Работа негосударственных компаний — российских и иностранных — практически идентична, но результат маркетмейкерства российских компаний лучше при меньшем значении объема выпуска.

Конечно, рынок облигаций сильно пострадал, в том числе из-за «фиктивного» маркетмейкерства — когда бумагу загоняли в нужный список, а фактически «в стакане» купить или продать облигацию инвесторы (и тем более НПФы) не могли. Но в целом бумаги, маркетмейкерами по которым были госбанки, не допустили на данный момент дефолтов, и ликвидность этих бумаг позволяет спокойно оперировать с ними широкому кругу инвесторов.

Ежедневная ликвидность акций рассчитывалась как отношение оборота (в рублях) к капитализации в рассчитываемый день, выраженное в процентах.

Результаты исследования маркетмейкерства на рынке акций оказались просто ужасающими.

- На рынке нет маркетмейкеров-госбанков, т.е. государством на сегодня не поставлено задачи по поддержке и развитию ликвидности национального рынка ценных бумаг.
- Иностранный маркетмейкер имелся всего один, и результаты его работы можно оценить как нулевые: такие параметры по ликвидности характерны для компаний, торгующихся на внебиржевом рынке.

При этом «иностранец» по рейтингу «Рейтерс» является мировым лидером среди маркетмейкеров:

1. Иностранный ММ — 19,30%
2. USB — 14,85%
3. City — 9,00%
4. Royal Bank of Scotland — 8,90%
5. Barclays Capital — 8,80%
6. Bank of America — 5,29%
7. HSBC — 4,36%
8. Goldman Sachs — 4,14%
9. JP Morga — 3,33%
10. Morgan Stanley — 2,86%

Почему крупный иностранный финансовый институт подобным образом ведет себя на российском рынке? Загадка.

Мы не удержались от вопроса непосредственно представителю банка: почему такой крупный институт не развивает в РФ инфраструктуру для доступа широкого круга инвесторов и поддержанию ликвидности на бирже, как он делает на других крупных рынках? Ответа представитель дать не смог.

Результаты работы российских негосударственных маркетмейкеров также трудно назвать удовлетворительными. Да, есть компании, ликвидность которых увеличилась, но это, скорее, исключение. Средний уровень все же соответствует ликвидности компаний второго и третьего эшелонов, т.е. большинство маркетмейкеров не увеличивают ликвидность, а только обеспечивают выполнение минимальных требований для листинга акций эмитентов на бирже и сохранению бумаг в котировальных листах.

На первый взгляд, маркетмейкеров можно обобщенно разделить на три группы:

1. Выполняют условия.
2. Не выполняют.
3. Выполняют частично (несоответствие фактических параметров маркетмейкерства, декларируемых биржей или заключенным договором между эмитентом и ММ).

В России, кстати, иногда встречаются уникальные условия маркетмейкерства. Например: минимально допустимый объем заявок маркетмейкера (в штуках) равняется 50. При этом цена одной акции составляет ~400 рублей (капитализация превышает 30 млрд рублей), а средний размер заявок «в стакане» 150 шт. С учетом этого, средняя (3,5 млн рублей) покупка небольшого фонда будет идти 175 торговых дней. Получается, что наличие или отсутствие такого маркетмейкера на ликвидность не может повлиять совершенно. Фонд просто не может растягивать сделку на несколько месяцев, покупая бумаги на условиях ММ.

В таком случае вопрос: для чего были установлены такие параметры? 99% инвесторов сочтет такие параметры маркетмейкерства полным отсутствием оного — и это действительно так.

Описанные параметры указывают на декларативность маркетмейкера по этой бумаге (иными словами, наличествовало и наличествует «фиктивное» маркетмейкерство — для листинга).

Поэтому мы выделяем четвертую группу — фиктивный маркетмейкер.

К фиктивным маркетмейкерам могут быть отнесены маркетмейкеры, не выполняющие заявленные условия поддержания котировок, или же условия реально оказываются такими, что маркетмейкер не выполняет свои функции, — по результатам работы ликвидность не изменилась, а среднее количество сделок не увеличилось (т.е. увеличения активности инвесторов по операциям с ММ-бумагой не произошло), но бумага осталась в листинге.

Со стороны эмитентов (причем, в том числе, с государственным участием в капитале) встречаются не менее интересные условия маркетмейкерства. Например, эмитент выдвигает в проекте договора требование к маркетмейкеру, согласно которому ММ обязан создавать объемы торгов, необходимые для поддержания ценных бумаг ОАО «Эмитент» в котировальных списках

Таблица 1. **Облигации с ММ (все)**

	Медиана	Среднее	СКО	Max	Min
Капитализация, млн руб.	4750	3602	2010	8000	825
Обороты, тыс. руб.	7916	11 004	15 393	79 139	949
Ликвидность, %	0,2	0,3	0,3	1,6	0,08
Кол-во сделок	3	6	13	64	0,2

Таблица 2. **Облигации с государственными ММ**

	Медиана	Среднее	СКО	Max	Min
Капитализация, млн руб.	5000	3928	1 003	5 000	825
Обороты, тыс. руб.	8536	13408	18705	79 139	1 352
Ликвидность,%	0,2	0,3	0,4	1,6	0,09
Кол-во сделок	3	7	16	64	0,9

Таблица 3. **Облигации с иностранными ММ**

	Медиана	Среднее	СКО	Max	Min
Капитализация, млн руб.	5000	5000	5000	5000	5000
Обороты, тыс. руб.	7878	8438	4235	12 926	4511
Ликвидность, %	0,2	0,2	0,1	0,3	0,09
Кол-во сделок, шт.	3	7	9	18	1,7

Таблица 4. **Облигации с российскими ММ**

	Медиана	Среднее	СКО	Max	Min
Капитализация, млн руб.	30 382	48 765	55 008	177 448	576
Обороты, тыс. руб.	1135	15 844	36 369	156 157	3
Ликвидность, %	0,02	0,07	0,2	0,788376121	0,0002
Кол-во сделок	47	387	664	2 610	0,03

Данные за период: начало ММ — 24.04.09 (ММВБ, расчеты ИК «ФИНАМ».

фондовых бирж. Также эмитент требует от ММ поддержания котировок как на биржевом, так и внебиржевом рынке. Но зачем эмитент собрался поддерживать и внебиржевой, и биржевой рынок на одной и той же площадке с единым расчетным депозитарием – это очередная загадка. Ликвидность такой формат маркетмейкерства, скорее всего, не сможет улучшить.

Встречаются и другие интересные моменты — например, между эмитентом и ММ по конкурсу определены одни условия (минимальный объем заявки — 1 млн рублей), а на бирже декларируются уже другие (минимальный объем заявки — 700 тыс. рублей); или договор на маркетмейкерство между эмитентом и маркетмейкером уже истек, а на бирже нет информации от ММ о прекращении поддержания котировок.

И таких примеров множество.

По действующим сегодня регламентам биржи не раскрывают этих нарушений, подобные манипуляции с листингом видны только узкому кругу специалистов. Поэтому мы ратуем за публичное раскрытие как нарушений, так и условий между эмитентом и ММ на сайте регулятора и бирж.

Фиктивное ММ стало нормой для отечественного рынка сегодня.

К чему стремиться?

Теперь ответим на следующий вопрос: каким мог бы быть рынок при наличии «правильного» маркетмейкерства, и что для этого необходимо сделать?

На растущем рынке эмитенты не придавали никакого значения ликвидности. Главным для них был объем привлеченных средств, а от скольких инвесторов и какая инвестиционная стратегия у инвесторов, не имело никакого значения. С 2007 года было проведено более 30 псевдо-IPO — в реальности это были частные размещения среди узкого круга инвесторов, с листингом на бирже. Маркетмейкер нанимался для выполнения формальных условий бирж и для заполнения строчки в инвестиционной декларации. Заявки на участие в открытой подписке от небольших российских инвесторов игнорировались, в большинстве своем без объяснения причин. Эти заявки якобы терялись, и где-то в лондонских офисах начинались расследования потерь (которые идут до сих пор).

Почему несколько сотен российских инвесторов с заявками на 2,5 млн рублей хуже, нежели один иностранный инвестор с заявкой на 1–2 млн долларов? Объективного ответа на вопрос не существует.

Сегодня позиции эмитентов не столь однородны.

Одни считают, что фондовый рынок неэффективен. Большинство собственников таких компаний потеряли акции после падения на рынке и принудительных продаж банками пакетов акций, находящихся в залоге. Цена акций миллиардных неликвидных компаний снизилась на 90%, объемы операций по этим компаниям, как и во время предыдущего роста, были незначительными, сделки всего на несколько сотен тысяч рублей рушили котировки на десятки процентов.

Другие считают произошедшее недоразумением и ждут, что через несколько лет все будет так же, как и в 2007 году.

Третьи понимают, что система вряд ли вернется в прежнее состояние, и необходимо выстраивать иную структуру работы и использования возможностей фондового рынка. Мы видим, что такие компании отказываются от фиктивного маркетмейкерства и делают первые шаги к оценке рисков и эффективности операций инвесторов с акциями эмитентов. Компания понимает, что, имея 200–300 инвесторов, она, по сути, непублична, и ее оборот на бирже составляет десятые или тысячные доли от оборотов по аналогичным, действительно публичным, ликвидным компаниям.

Для предоставления нормальных услуг маркетмейкерства сегодня нет проработанных механизмов.

Например, условия большинства конкурсов по выбору маркетмейкера может выиграть только та компания, которая имеет собственные позиции по эмитенту, т.е., по сути, заинтересована в росте котировок, а не ликвидности.

Нет и других методик возможности изменения условий (расширения спреда изменения объема заявок и оценки рисков).

Но следует отметить последние инициативы регулятора по развитию инфраструктуры рынка ЦБ.

ФСФР, как сообщили «Ведомости», подготовила концепцию поправок в закон об акционерных обществах, направленную на защиту прав миноритариев в процессе обязательной оферты. ФСФР считает необходимым введение процедуры предварительного госконтроля в процессе направления миноритариям обязательного предложения о выкупе акций акционером, который консолидировал долю в АО более 30%. Суть процедуры — мажоритарий будет направлять проект обязательной оферты сначала на согласование в ФСФР, а затем уже эмитенту.

Минэкономразвития не поддерживает предварительный контроль прохождения оферты, так как смысла в дополнительных регулятивных полномочиях ФСФР нет, говорит директор департамента корпоративного управления Иван Осколков. Осколкову кажется правильным разделить АО на публичные и непубличные и защищать миноритариев только публичных компаний, а непубличные должны сами определять в уставе процедуры защиты.

Соглашусь с господином Осколковым: сегодня необходимо четко разделять публичные и непубличные ОАО. В частности, если компания непубличная, то и торговаться она должна в специальном котировальном листе биржи (или на

внебиржевой площадке), для ограниченного круга рискованных инвесторов. А привлекать фиктивного маркетмейкера для сохранения листинга в ликвидных секторах биржи — это обман.

Выводы

Российский фондовый рынок еще недавно представлял собой джунгли: там водилось немало потенциальных объектов для крупной охоты, но и риски подобной дикой охоты, соответственно, были высоки. Поэтому инвесторы ездили туда на своего рода сафари, беря себе в помощники проводников соответствующей квалификации.

Но потом в джунглях случился пожар, в результате которого многие проводники (а также их подопечные) сгорели. Теперь уцелевшие заверяют, что скоро джунгли отрастут, и сафари-туры будут доступны, как раньше.

Мы же считаем, что на месте сгоревших джунглей необходимо строить инфраструктуру (дороги, заводы, гостиницы, бизнес-центры и так далее). А на память потомкам оставить небольшой кусочек джунглей, чтобы туда можно было совершать экскурсии и ненавязчиво изучать тот вид занятий, который когда-то в России называли высокорискованными частными размещениями, и даже публичными размещениями для неограниченного круга лиц (IPO).

Преобразование же джунглей в финансовый центр, в свою очередь, возможно осуществить по грамотному плану, при поддержке государства и активном участии как российских, так и иностранных участников фондового рынка. ◻

Таблица 5. **Акции с ММ (все)**

	Медиана	Среднее	СКО	Max	Min
Капитализация, млн руб.	30 382	48 765	55 008	177 448	576
Обороты, тыс. руб.	1135	15 844	36 369	156 157	3
Ликвидность, %	0,02	0,07	0,2	0,788	0,0002
Кол-во сделок, шт.	47	387	664	2 610	0,03

Таблица 6. **Акции с иностранными ММ**

	Медиана	Среднее	Max	Min
Капитализация, млн руб.	83 602	83 602	83 602	83 602
Обороты, тыс. руб.	500	500	500	500
Ликвидность, %	0,003	0,003	0,003	0,003
Кол-во сделок	22	22	22	22

Таблица 7. **Акции с российскими ММ**

	Медиана	Среднее	СКО	Max	Min
Капитализация, млн руб.	22 648	46 716	55 988	177 448	576
Обороты, тыс. руб.	1208	16 746	37 279	156 157	3
Ликвидность, %	0,02	0,08	0,2	0,8	0,0002
Кол-во сделок	55	409	678	2 610	0,03

Данные за период: 24.04.08 – 24.04.09.
Общее количество ММ в выборке — 9, эмитентов — 18. (Данные ММВБ, расчеты ИК «ФИНАМ».)

Анатолий Гавриленко
председатель наблюдательного совета группы компаний «Алор»

Наступает сезон отдачи

Приоритетами для российских брокеров должны сегодня стать национальная ориентированность и принцип личной ответственности

Фондовый и срочный рынки существуют в России пятнадцать лет. Все это время его профессиональные участники преследовали, по сути, единственную цель — заработать побольше. Сегодня, в условиях кризиса, необходим качественно другой подход к вопросам развития рынка.

Финансовый рынок играет ключевую роль в создании среднего класса в России.

Нет, разумеется, российские брокеры вели себя достаточно тактично, неявно, приводя для объяснения своих действий различные доводы, убедительные, в том числе, с точки зрения интересов национального рынка ценных бумаг и целей его развития. Но реальная цель у брокеров пока что была одна — деньги.

И не то чтобы эта цель предосудительна, нет. Можно даже сказать, совсем наоборот. Нормальный бизнесмен как раз должен стремиться зарабатывать. Просто сегодня, в условиях кризиса, необходим качественно другой подход к вопросам развития рынка. Его активные участники за прошедший период времени неплохо заработали, и это правильно. Но теперь настала пора отдавать, делиться. И не обязательно деньгами.

Кроме получения новых возможностей для обогащения, российские брокеры должны поставить себе другие приоритеты.

Более того, сегодня на первый план должны выйти как раз другие приоритеты. О чем может идти речь? Начну с двух, с моей точки зрения, наиболее важных ориентиров. Ими являются национальная ориентированность участников рынка и принцип их личной ответственности.

Наполнение каждого из этих тезисов, несомненно, следует подробно раскрыть.

Под национальной ориентированностью участников я понимаю, в первую очередь, развитие бизнеса в соответствии с планами и заявленными интересами государства, а именно:

- ограничения на вывод капитала;

- отказ от офшоров в нерегулируемых зонах.

Что же касается принципа личной ответственности, то в настоящий момент правила на нашем фондовом рынке устанавливаются помимо него. Тон задают цинизм и нормативный эгоизм.

Российским брокерам следует всерьез поверить в то, что наша репутация сегодня — это богатство завтра, и что Кодекс корпоративного управления должен быть в первую очередь нашим кодексом, а не кодексом эмитентов.

Кроме того, в рамках реализации тезиса о личной ответственности надо заниматься воспитанием и ротацией кадров, продвижением лучших кадров во власть.

Назову еще несколько важных тем.

На новый уровень должна быть поднята тема защиты интересов наших клиентов, «его величество российский инвестор». Как бы ни был он мал, скромен, безграмотен, даже скандален, — именно он и есть будущее России, ее фондового рынка, уж во всяком случае. Именно он кормит нас, наших сотрудников и наши семьи.

Нам следует хорошо осознать опасность создания большого количества государственных монополий и государственных корпораций как коммерческих структур с конкурентными преимуществами на рынке.

Повышение уровня финансовой грамотности населения — тоже задача профессионального сообщества.

Сегодня мы ощущаем катастрофический дефицит отраслевой компетенции на всех уровнях: на правительственном, в сфере образования, промышленности, науки и т. д. Необходима формализация критериев профессиональной пригодности для номенклатуры чиновничьих позиций, работающих с фондовым и срочным рынком. В число этих критериев могут войти профильное образование, управленческий опыт, авторитет в отраслевой среде и др.

Следует помнить, что финансовый рынок играет ключевую роль в создании среднего класса в России.

Нельзя забывать также о важности принципа социальной ответственности. Любое жизнеспособное общество должно обеспечивать работу социальных лифтов. Нельзя забывать, что Ломоносов пришел в Москву из Холмогор, Гагарин до того, как стать космонавтом, учился в гжатском ремесленном училище, а Абрамович воспитывался в детском доме.

Но заниматься следует не только поиском и обучением талантов. Эффективная модель развития талантов и энергии российского народа — это:

- работа с молодежью;
- особое отношение к инвестированию;
- участие в создании эндаументов для развития рынка;
- забота и внимание к своим сотрудникам и коллегам по бизнесу, товарищам по цеху.

Мы вправе говорить сегодня о появлении в России нашей отраслевой элиты, элиты финансового рынка. Но сегодня её жизнеспособность находится пока на низком уровне. В первую очередь — в силу недисциплинированности самой элиты и ее слабой интеграции в общество.

Эти проблемы можно решить или через традиции, или через мобилизацию. На Западе работает первый вариант — там существует система университетского отбора, там есть закрытые клубы, традиционно сильны профессиональные организации. Там существует профессиональная вышколенная бюрократия, влиятельная и академически экспертная среда, интегрированная в истеблишмент не только на правах техобслуживания. Существуют экономические, политические династии, способные производить и поддерживать длинную репутацию.

У нас сегодня, увы, всего этого нет. И появится что-то даже отдаленно подобное нескоро. Остается мобилизационный путь. И единственными субъектами мобилизации элит я вижу высшее руководство, ФСФР, общественные организации, работающие на рынке, и топ-менеджмент бирж.

При всей противоречивости и конфликте интересов названных групп исторического выбора у них нет. ◻

Элита фондового рынка

Национальная ассоциация участников фондового рынка 21 мая 2009 года вручила награды лауреатам Национального конкурса «Элита фондового рынка» за 2008 год

С момента учреждения конкурса «Элита фондового рынка» НАУФОР стремилась к объединению участников фондового рынка и максимальной открытости конкурса для того, чтобы он представлял весь российский рынок ценных бумаг. В этом году изменения в правилах проведения конкурса предоставляют возможность выбирать лучших на фондовом рынке не только членам НАУФОР, но и всем профессиональным участникам рынка ценных бумаг.

Победителем в главной номинации «Компания года» стала финансовая корпорация «Открытие». Награду «За личный вклад в развитие фондового рынка» получил председатель Совета директоров ГК «Алор» Анатолий Гавриленко

Победителями в других номинациях стали:

Лучшее трейдерское подразделение
ЗАО ИК «Тройка Диалог»

Лучшая юридическая служба
Инвестиционная группа «Ренессанс Капитал»

Лучший инвестиционный банк
Банк «Дж. П. Морган Банк Интернешнл»

Лучший кастодиан
ОАО «Газпромбанк»

Лучшая управляющая компания фондов
ЗАО «ОФГ Инвест»

Компания рынка акций
ЗАО ИК «Тройка Диалог»

Компания рынка облигаций
ОАО «Банк ВТБ»

Компания срочного рынка
Финансовая корпорация «Открытие»

Компания услуг для индивидуальных инвесторов
ИК «Финам»

Лучший проект по развитию бизнеса
Инвестиционная группа «Олма» — правовая база иностранного финансового законодательства на русском языке WORLD BUSINESS LAW (WBL)

Лучший проект по развитию фондового рынка
проект «MIICEX Discovery»

Лучший проект по выводу нового инструмента на фондовый рынок
РТС, проект «Срочный контракт на нефть сорта BRENT»

Компания Поволжского региона
ЗАО Инвестиционная компания «ТатИнК»

Компания Восточно-Сибирского региона
ООО «Компания Брокеркредитсервис»

Компания Западно-Сибирского региона
Финансовая компания «Приоритет»

Компания Северо-Западного региона
ООО «КИТ Финанс»

Компания Уральского региона
ООО «УНИКОМ Партнер»

Компания Юга России
ООО «Инвестиционная палата»

Компания Юго-Восточного региона
Инвестиционная компания «Газинвест»

Гилман М. Дефолт, которого могло не быть. — М.: Время, 2009. — 480 с.

Мартин Гилман с 1993 года работал в качестве советника Департамента разработки и анализа политики Международного валютного фонда и являлся одним из ведущих специалистов в «российской команде» фонда. В ноябре 1996 года переехал в Россию, став директором представительства МВФ и пробыл в этой должности до 2002 года. Таким образом, автор является свидетелем и непосредственным участником основных политико-экономических событий, происходивших в нашей стране в этот период, свидетелем компетентным и доброжелательным в отношении России.

Автор полагает, что для серьезного обсуждения того, как финансировались реформы в России, важно осознать, сколько именно и каких средств было выделено. На Западе по этому поводу многие сильно заблуждаются, полагая, что денег России дали очень много, но все они были разворованы или пущены на ветер.

на деле у Запада с Россией все получилось крайне выгодно и совсем недорого. Полученные внешние займы Российская Федерация полностью и в срок погасила и погашает, причем делала она это даже во время кризиса 1998-го года. То же происходит и с унаследованными долгами СССР, к которым к тому же после реструктуризации добавился дополнительный процент на отсроченные платежи. И если все это учесть, то в чистом остатке получается, что из официальных источников России в 1990-х годах в виде помощи предоставили меньше 10 млрд долларов. Для сравнения: эта сумма меньше, чем гранты, которые США за тот же срок выделили отдельным штатам в виде компенсации за закрытие военных баз.

Что же Запад получил в результате? Заплатив неизмеримую цену в плане человеческих страданий, пережив полную неразбериху первых лет, Россия сумела выбраться из этого омута страной, которая, очевидно, больше не угрожает Западу. Она, наоборот, является членом «Большой восьмерки», взаимодействует с ЕС и НАТО, имеет успешно развивающуюся экономику, зарождающееся гражданское общество и видимые зачатки демократии. Может, это и не идеальный для Запада результат, но если учесть его собственные реальные затраты, то сделка для него вышла — выгоднее некуда.

А насколько выгодной оказалась эта сделка для России? В период получения займов от МВФ российское правительство никак не могло научиться жить по средствам. Казалось, что без займов произойдет катастрофа. Однако действительность оказалась иной. Вот что пишет по этому поводу М. Гилмор: «Пока на Западе складывалось устойчивое представление об отчаянно безнадежном положении в России, ситуация внутри страны... начала развиваться в более позтивном направлении... По результатам 1999 года реальный рост составил 6,3%. И МВФ, и другие аналитики очень сильно просчитались в своих прогнозах».

Говоря о современной ситуации, автор отмечает, что «самая трудная задача властей в ближайшем будущем состоит в том, чтобы преодалеть недоверие российского народа к своему собственному будущему».