Содержание

№12 ДЕКАБРЬ 2009

Жизнь среднего размера. И выше

Председатель Совета директоров ОАО «Инвестиционная компания «Еврофинансы» Яков Миркин рассказывает главному редактору журнала «Вестник НАУФОР» Ирине Слюсаревой о том, какие метафоры рождает наш рынок и как может на нем работать инвестиционная компания средних размеров.

18

КНИЖНАЯ ПОЛКА

Беккин Р. И. Исламская экономическая модель

64

4 **2009 год в зеркале наших публикаций**

ТЕМА НОМЕРА: НОВЫЙ ГОД НАСТАЕТ

8 **Полигон для новаций**
Генеральный директор ЗАО «НДЦ» Эдди Астанин рассказывает главному редактору журнала «Вестник НАУФОР» Ирине Слюсаревой о том, каким способом НДЦ добавил дополнительную стоимость Группе ММВБ, а также о том, как может оптимизироваться отечественная учетно-расчетная система.

ЭКСПЕРТНОЕ МНЕНИЕ

26 **Просели на Дубае**
Фондовый рынок России, обновив в ноябре годовые максимумы, к концу месяца скорректировался вниз.

МИРОВЫЕ ФИНАНСЫ

30 **Региональный финансовый центр**
Для развития финансового рынка в Казахстане предприняты значительные усилия — сформирован региональный финансовый центр, учрежден специальный финансовый суд, принято законодательство позволяющее использовать исламское финансирование, начала работать «Евразийская торговая система».

34 **Первый в СНГ**
Создание финансового суда в Казахстане позволило максимально упростить судопроизводство для участников Регионального финансового центра.

38 **Под знаком полумесяца**
В Москве состоялась конференция «Исламское финансирование. Перспективы развития в России». Она продемонстрировала растущий интерес к этому сегменту финансового рынка.

42 **От глобализации к короткому замыканию**
Два года назад, в ноябре 2007, когда участникам рынка стало очевидно, что американская экономика входит в фазу глубокой рецессии (о мировом финансовом кризисе тогда никто не говорил!), весьма модными и насущными были дискуссии относительно жизнеспособности концепции «decoupling».

46 **Потерянный рай или?..**
К чему могут привести реформы в области финансового регулирования в странах Карибского бассейна.

ЗАДАЧА / РЕШЕНИЕ

Накануне большого рывка

На текущий момент ситуация в Private Equity & Venture Capital (PE&VC) в России и СНГ напоминает картину рынка облигаций восьмилетней давности. Уже появились первые фонды в миллиарды долларов, есть несколько местных профессиональных команд, начинает формироваться история первых успешных выходов из инвестиций.

50

62

Перечень статей, опубликованных в «Вестнике НАУФОР» в 2009 году

Новый год настает

Декабрь — месяц контрастов.

С одной стороны, на этот период приходится пик активности делового года: жизнь бурлит, событие сменяет событие, мероприятие наезжает на мероприятие, и журналисты реагируют на хедлайнеров уже с некоторой зимней апатией.

Да и хедлайнеры фиксируют присутствие пишущей братии даже на закрытых мероприятиях без лишней агрессии.

С другой стороны, в декабре случается как никогда много событий, которые правильно классифицировать в качестве светских. Журналисты, не далее как утром задававшие хедлайнерам вопросы в формате делового завтрака или пресс-конференции, вечером встречают все тех же хедлайнеров в ночном клубе, под елкой. И общаются друг с другом теперь уже без привычных каверз, с милой, почти домашней простотой.

Степень интенсивности жизни инвестиционного сообщества в декабре — индикатор не хуже любого другого. По этому показателю можно определять, пусть и не в цифровом выражении, насколько был удачным уходящий год в целом.

В декабре 2008 года мероприятий — и деловых, и светских — почти не было.

В текущем декабре стало очевидно, что жизнь потихоньку налаживается.

Резонный повод выпить под бой курантов шампанского и пожелать самим себе и окружающим удач и активности на весь наступающий год. До декабря включительно.

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
Рубен Аганбегян, председатель правления группы компаний «Ренессанс Управление Инвестициями»
Дмитрий Ананьев, глава Комитета по финансовым рынкам и денежному обращению Совета Федерации
Вадим Беляев, генеральный директор финансовой корпорации «Открытие»
Сергей Васильев, заместитель председателя Внешэкономбанка
Алексей Ведев, директор Центра стратегических исследований Банка Москвы
Анатолий Гавриленко, председатель наблюдательного совета группы компаний «АЛОР»
Владимир Евстигнеев, д.э.н., зав. кафедрой ГУ-ВШЭ, зав. сектором ИМЭМО РАН
Ольга Кудинова, заместитель председателя правления НАУФОР
Юрий Минцев, президент ИК «Брокеркредитсервис»
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
Александр Трегуб, советник председателя правления НАУФОР
Борис Черкасский, вице-президент ДКК
Александр Щеглов, генеральный директор ИК «Церих Кэпитал Менеджмент»
Олег Ячник, генеральный директор инвестиционной фирмы «Олма», председатель Совета директоров НАУФОР

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.

Новость года

Долгожданные изменения в регулировании производных финансовых инструментов, а также сделок репо, наконец, состоялись

Федеральный закон №281-ФЗ внес изменения в Налоговый кодекс РФ, а также в закон «О рынке ценных бумаг», закон о товарных биржах и биржевой торговле, закон о банках и банковской деятельности и в ряд иных законодательных актов. Новый закон закрепил основы правового регулирования рынка производных финансовых инструментов и сделок репо, а также особенности налогообложения операций с ними.

Проблема правовой регламентации деривативов и сделок репо довольно долго была актуальной для российского рынка и являлась серьезным препятствием для его развития. Правда, попытки регулирования института деривативов предпринимались и ранее. Так, сначала в Гражданский кодекс были внесены изменения (знаменитые поправки в статью 1062), по которым на «сделки на разницу» была распространена судебная защита, однако, они были фактически отнесены к видам сделок пари. Некоторые положения о договорах репо были закреплены в НК РФ.

Новый закон вводит понятие финансового инструмента, определив его как:

— ценную бумагу или

— производный финансовый инструмент.

В свою очередь, производный финансовый инструмент – договор (за исключением договора репо), предусматривающий одну или несколько из следующих обязанностей для сторон:

– уплачивать денежные суммы, в зависимости от изменения цен и других показателей или наступления определенных законом или актами ФСФР обстоятельств, относительно которых неизвестно, наступят они или нет. При этом такой договор может также предусматривать обязанность сторон или стороны договора передать другой стороне ценные бумаги, товар или валюту либо обязанность заключить договор, являющийся производным финансовым инструментом;

— купить или продать ценные бумаги, валюту или товар либо заключить договор, являющийся производным финансовым инструментом;

— передать ценные бумаги, валюту или товар в собственность другой стороне не ранее третьего дня после дня заключения договора, обязанность другой стороны принять и оплатить указанное имущество.

Устанавливается, что заключение участниками торгов фондовой биржи договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, допускается при условии, что другой стороной по таким договорам является клиринговая организация.

В случае намерения заключить более двух договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, допускается заключение генерального соглашения (единого договора).

Договоры, являющиеся производными финансовыми инструментами, могут отсылать к примерным условиям, разработанным для указанного договора саморегулируемыми организациями на рынке ценных бумаг и опубликованным в печати или размещенными в сети Интернет.

Регулирование сделок репо по новому законодательству также существенно меняется.

Одним из наиболее важных последствий нового регулирования является изменение порядка налогообложения сделок репо и операций с деривативами.

Согласно поправкам, в определенных случаях при приобретении ценных бумаг по первой или второй части репо материальная выгода, облагаемая НДФЛ, не возникает.

Установлены особенности определения налоговой базы по НДФЛ по операциям репо с ценными бумагами, по операциям займа ценными бумагами.

Предусмотрены налоговые вычеты по НДФЛ при переносе на будущее убытков от операций с ценными бумагами и с деривативами (в отношении убытков, полученных начиная с 2010 года).

При налогообложении прибыли клиринговых организаций теперь не учитываются доходы и расходы от операций с финансовыми инструментами, обеспечивающими клиринг. Уточнен порядок налогового учета по срочным сделкам при методе начисления, а также по операциям репо.

Установлен одинаковый режим налогообложения для финансовых инструментов, вне зависимости от обращения базисного актива на организованном рынке.

Глава ФСФР Владимир Миловидов назвал новый закон революционным, меняющим не только налогообложение производных инструментов, но также их регулирование.

Председатель Совета директоров НАУФОР Олег Ячник считает новый порядок регулирования рынка деривативов одним из самых важных событий 2009 года для российского фондового рынка.

2009

В зеркале

№1

Алексей Ведев, директор Центра стратегических исследований Банка Москвы, рассказывает в этом номере о том, в каком состоянии находится сейчас отечественный финансовый сектор и по каким сценариям он может развиваться в ближайшем будущем.

Должен быть реализован селективный подход к поддержке реального сектора. Часть предприятий проводила модернизацию основных фондов и реализовывала инвестиционные программы. Прекращение финансирования подобных проектов ставит под угрозу конкурентоспособность этих бизнесов. Они должны быть поддержаны

Российский реальный сектор входит в зону стагнации. Предотвратить его торможение может только эффективная государственная политика, предусматривающая комплекс мер разумного протекционизма в виде защиты внутреннего рынка, формирования спроса на отечественную продукцию, ресурсной поддержки инвестиционных проектов, системы налоговых льгот. А также модернизацию институциональной среды».

Президент Национальной лиги управляющих Дмитрий Александров говорит, что «нынешний кризис был ожидаем. И в будущем кризисы тоже непременно будут случаться. Уберечься от них нельзя. Защита инвестора — консервативность его стратегий. В целом выиграет консервативный инвестор, черепаха.

В номере опубликованы материалы Круглого стола «Прогноз развития экономики России на 2009 год», проведенного Институтом современного развития; обзор развития российского биржевого срочного рынка (автор — начальник отдела развития УРСК ММВБ Павел Соловьев).

«Практическое изучение кризиса для участников финансового рынка еще не закончено: пока пройдена лишь начальная стадия, — пишет директор департамента корпоративных финансов ИК «Файненшл Бридж» Андрей Иванов. — Ни брокеры, ни их клиенты не смогут обыграть ситуацию до того момента, когда рынок достигнет дна. Не получится! Построение локальных успешных стратегий в этой ситуации невозможно. Профучастникам пора перестать гнаться за валовыми показателями. Во главу угла теперь следует ставить только эффективность». И дает рекомендации относительно усиления эффективности.

№2

В этом номере управляющий директор Группы компаний Тройка Диалог Андрей Шаронов рассказывает о том, почему финансистов начинают интересовать водоотведение, коммунальный транспорт и эксплуатация жилого фонда и как реализуется государственно-частное партнерство. Г-н Шаронов говорит, что дороги, которые американские безработные строили в период Великой депрессии, имеют очень плохое качество. Сейчас о Великой депрессии много пишут, и эта информация противоречит тем представлениям, которые еще недавно считались общепринятыми. Первоначально полагали, что пришел великий Рузвельт, закачал государственные деньги, безработные стали быстро строить дороги, и экономика заработала совершенно замечательно.

Сейчас многие склонны считать, что в результате деятельности Рузвельта депрессия как раз затянулась. Он ввел жесткое регулирование, в том числе ценовое, поставил предпринимателей в крайне невыгодные условия. Экономика США восстановилась, а затем и выросла во многом благодаря второй мировой войне, когда американская промышленность стала получать крупные оборонные заказы. Послевоенный период дал Америке дополнительное преимущество, поскольку экономики европейских стран находились в тяжелом состоянии.

Словом, считать, что мы сейчас можем направить российских безработных строить дороги и это решит все проблемы, было бы ошибкой».

Во втором интервью номера доктор экономических наук, профессор, завкафедрой ГУ ВШЭ, завсектором ИМЭМО РАН Владимир Евстигнеев рассказывает, почему обслуживание американского государственного долга в равновесных условиях обошлось бы американскому правительству значительно дороже, и по какой причине капитализация выше уровня free float интуитивно воспринимается массой участников российского рынка как спекулятивно надутый пузырь.

Директор отдела структурированных продуктов ING Wholesale Banking Степан Амосов рассказывает, почему сегодня в мире не существует безрисковых активов, а зачем нужны CDS, кто их у кого покупает и в каких количествах.

Вице-президент ДКК Екатерина Демушкина пишет о правовых аспектах роли и места депозитария в процессе кредитования ценными бумагами.

наших публикаций

№3
Заместитель руководителя ФСФР Александр Синенко рассказывает о разработанном ФСФР законопроекте, который вводит уголовную ответственность за манипулирование ценами на рынке ценных бумаг.

Начальник подразделения ценных бумаг ЗАО КБ «Ситибанк» Алексей Федотов рассказывает о том, почему ЦД надежнее, нежели система, имеющая множественные места хранения ценных бумаг с многочисленными цепочками вложенности, и в каких случаях российский кастоди работает в режиме «почтового» ящика

Г-н Федотов отмечает, что у нас рынок возник вследствие приватизации, носившей «обвальный» характер, и это повлекло за собой искажение «матрицы». Поэтому можно сказать, что любой иностранный банк, имеющий ключевой продукт, привносит в нашу рыночную среду некие собственные стандарты.

Дмитрий Серебренников, руководитель дивизиона «Инвестиционный» компании «Финам», разбирается с тем, что является манипуляцией, а что — инсайдом, как зарабатываю инсайдеры и манипуляторы и какие в связи с этим можно сделать выводы.

Старший аналитик «Центринвестгруп» Владмир Рожанковский рассматривает механизм российской ипотеки. «Кем на самом деле является банк для ипотечного заемщика: помощником в решении его жилищных вопросов или бесстрастным институциональным ростовщиком? Ответ на этот вопрос зависит от той роли, которое государство готово взять на себя в обеспечении социальных гарантий ипотеки. Опыт США говорит, что государственное монетарное вмешательство в экономику в целом оказалось менее эффективным, чем обеспечение им функций «верховного фискального гаранта».

№4.
Главное интервью номера — с президентом ММВБ Константином Корищенко.

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

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

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

Невозможно просто стать членом этого клуба, по той простой причине, что «членство» не имеет единого формата. Все финансовые центры достаточно различаются между собой с точки зрения своего функционала, привлекательности, целеполагания. Если какая-то страна хочет стать финансовым центром, она, прежде всего, должна определиться, в чем конкретно будет состоять индивидуальная привлекательность ее деятельности в этом качестве.

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

№5
Управляющий директор и главный экономист ИК "Тройка Диалог" Евгений Гавриленков рассказывает о том, почему в тяжелые времена востребована внутренняя морковка и по каким причинам ведущие страны должны стать на путь макроэкономических ограничений.

«Когда лет 20-30 назад мир был финансово более сегментирован, существовали определенные ограничения на потоки капитала, говорит г-н Гаврилен-

ков. 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, с другой — значительный размах приобрел carry trade. В этих условиях нужна определенная ответственность со стороны регуляторов как таковых, как это произошло при заключении Маастрихтского договора.

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 должно стать недопущение реальных отрицательных процентных ставок.

Юрий Минцев, вице-президент Финансовой группы «Брокеркредитсервис», рассказывает о том, как компания работает в условиях кризиса, о системе новых структурных продуктов и об институциональных проблемах российского рынка.

Елена Ненахова (сотрудник департамента операций на финансовых рынках ЦБ России), и Александр Барщевский (сотрудник депозитарного центра Газпромбанка), опубликовали статью об операциях кредитования ценными бумагами (мировой опыт и возможности развития в России).

Руководитель департамента рынков акционерного капитала компании «Финам» Алексей Курасов в этом номере пишет о том, что ликвидность и прозрачность биржевого рынка во многом зависит от присутствия на нем маркетмейкеров и предлагает меры, позволяющие развивать инфраструктуру отечественного рынка в указанном направлении.

Анатолий Гавриленко, председатель наблюдательного совета группы компаний «Алор», в этом номере опубликовал статью «Наступает сезон отдачи».

«Фондовый и срочный рынки существуют в России пятнадцать лет, — пишет г-н Гавриленко. — Все это время его профессиональные участники преследовали, по сути, одну-единственную цель — заработать побольше. Сегодня необходим другой подход. Приоритетами для российских брокеров должны стать национальная ориентированность и принцип личной ответственности».

№ 6
Генеральный директор финансовой корпорации «Открытие» Вадим Беляев рассказывает «ВН» о том, почему в головах инвестиционных банкиров существует деление на лиги и какие выгоды может приносить раскрытие внутренней информации.

Татьяна Медведева, председатель Совета фонда ЦРФР, эксперт ФСФР, поделилась мыслями о том, как пишутся российские законы, почему не следует стремиться к их частым изменениям и что дает работа в команде.

Евгения Варишкина, главный специалист дирекции управления рисками компании «Уралсиб», разъясняет почему невозможно обойтись без управления финансовыми рисками при инвестиционной деятельности, и как должна быть устроена система риск-менеджмента в финансовой компании.

Юрий Данилов, директор Фонда «Центр развития фондового рынка», старший советник по макроэкономике руководителя Федеральной службы по финансовым рынкам поясняет, что в ближайшие 15–20 лет emerging markets в мире не будет вообще. Останутся только развитые рынки, существующие в форме международных финансовых центров. Что же нужно делать, чтобы сохранить шансы российского финансового рынка получить статус МФЦ и, соответственно, шансы России стать мировой державой?

Дмитрий Ананьев, председатель Комитета Совета Федерации по финансовым рынкам и денежному обращению, утверждает, что несмотря на кажущееся «затишье» в развитии кризиса, он еще далеко не преодолен. В реальном секторе экономики накопилось значительное число проблем, требующих решения. Фондовый рынок растет, но этот рост нельзя считать качественным, пока законодательство остается неконкурентоспособным.

№ 7-8
Заместитель председателя комитета по финансовому рынку Государственной думы РФ Лиана Пепеляева рассказывает «Вестнику НАУФОР» о том, какие именно особенности российской экономики мешают капиталу свободно перетекать от одного экономического агента к другому. А также о том, какими способами следует такое положение менять и что для этого делает Государственная дума.

НАУФОР, АРБ и НВА объявили об окончании разработки российского аналога master agreement. Авторы проекта, ведущий консультант проекта Владимир Хренов и юрист фирмы «Freshfields Bruckhaus Deringer LLP» Ляйля Вильданова рассказали «ВН» о том, как и зачем это сделано.

Виктория Мишина, главный специалист Информационно-аналитического управления ММВБ обсуждает предпосылки превращения рубля в средство международных расчетов и какова роль биржевой инфраструктуры в решении этой проблемы.

Аркадий Смирнов, советник по юридическим вопросам УК «Флеминг Фэмили энд партнерс», обсуждает проблемы оценки активов открытых ПИФов.

№9
В этом номере активно обсуждалось, как и почему Россия оказалась вовлеченной в финансовый кризис, а также процесс выхода из него.

Президент Центра стратегических разработок Михаил Дмитриев рассказывает о том, почему значительные золотовалютные и бюджетные накопления, а также высокая сбалансированность государственных финансов не позволили России сохранить стабильность. Он отметил, что наша страна имеет определенный потенциал для развития внутреннего финансового сектора и экспансии на пространство бывшего Советского Союза.

Генеральный директор ООО «Барклайс Капитал»Екатерина Казаченко, говорит о том, что такое сознательный клиент, почему иностранные ценные бумаги пока еще не торгуются на нашем рынке и для чего необходимо улучшение системы риск-менеджмента.

Сергей Аврамов, член Правления, начальник юридического департамента ЗАО «БНП ПАРИБА», генеральный консультант по правовым вопросам группы BNP Paribas в России подробно анализирует стандартную договорную документация по срочным сделкам на финансовых рынках, регулируемую нормами российского законодательства.

№10
Виктор Дронов генеральный директор ЗАО «Управляющая компания», член совета директоров НАУФОР считает, что регионам не хватает инвестиционных компаний, что повышение требований к собственному капиталу поменяет модель рынка в России, и предлагает выделять из ЗПИФа не деньги, а квадратные метры.

Председатель правления ОАО «Центральный московский депозитарий Наталия Агафонова рассказывает «ВН» о сегодняшних проблемах регистраторского бизнеса в нашей стране, о рисках и способах борьбы с ними, технологической базе регистраторского бизнеса и возможных путях централизации учетной системы. Главным здесь является учет мнения всех групп профучастников — инвесторов, брокеров, депозитариев, регистраторов и даже эмитентов.

Екатерина Казаченко, председатель правового комитета НАУФОР, генеральный операционный директор ООО «Барклайс Капитал» анализирует процесс создания инвестиционной компании. Указывает на трудности и подводные камни этого увлекательного процесса.

Аркадий Смирнов прогнозирует, каковы будут последствия ревизии требований к составу и структуре пенсионных резервов, предпринятые в постановлении правительства РФ, которым внесены существенные изменения в порядок размещения пенсионных резервов.

№11
Председатель Правления фондовой биржи РТС Роман Горюнов рассказывает о том, почему перед кризисом банки предпочитали сделки ОТС и какой эффект дает синергия ликвидности.

Владимир Курляндчик, директор по развитию бизнеса компании «ARQA Technologies», говорит о темпах, которыми рос российский рынок биржевых технологий, и поясняет, какова должна быть правильная инфраструктуре и о том, почему доступ на биржу одинаков не для всех.

Генеральный секретарь Банковской ассоциации Центральной и Восточной Европы (BACEE) Иштван Лендьел анализирует ситуацию в банковском секторе Центральной и Восточной Европы и объясняет, почему надо целенаправленно формировать имидж банка, как надежного партнера, сопровождающего клиента с момента его финансового взросления и далее всю жизнь.

Президент Центра стратегических разработок Михаил Дмитриев объясняет, почему решения, реализуемые сейчас в пенсионной сфере, не являются устойчивыми и долговечными. Без дополнительных источников финансирования пенсий состояние пенсионной системы будет быстро ухудшаться, а ее фундаментальные проблемы останутся нерешенными. Решения, дающие выход из этой, казалось бы, тупиковой ситуации, существуют и связаны они с приватизаций госимущества.

№12
Генеральный директор ЗАО «НДЦ» Эдди Астанин рассказывает «ВН» о том, каким способом НДЦ добавил дополнительную стоимость Группе ММВБ, а также о том, как может оптимизироваться отечественная учетно-расчетная система.

Председатель Совета директоров ОАО «Инвестиционная компания «Еврофинансы» Яков Миркин говорит о том, какие метафоры рождает наш рынок и как может на нем работать инвестиционная компания средних размеров, он также остановился на предпосылках создания российского международного финансового центра.

В статье председателя Агентства РК по регулированию деятельности регионального финансового центра города Алматы Аркена Арыстанова рассматриваются проблемы формирования центра и его перспективы.

Владимир Рожанковский, старший аналитик «Центринвестгрупп», рассматривает концепцию decoupling или какова веротность того, что Китай станет локомотивом мировой экономики в XXI веке.

Антон Фигуров, руководитель аналитического отдела компании World Business Law, обращает внимание на изменения в регулировании финансовых рынков в странах Карибского бассейна и как это может отразиться на российских предпринимателях.

Генеральный директор информационного агентства PREQVECA Канр Лиджиев анализирует ситуацию, сложившуюся на рынке финансирования компаний «новой экономики» и насколько успешно действуют здесь фонды PE&VC. ◘

Эдди Астанин
генеральный директор ЗАО «НДЦ»

Полигон для новаций

Генеральный директор ЗАО «НДЦ» Эдди Астанин рассказывает главному редактору журнала «Вестник НАУФОР» Ирине Слюсаревой о том, каким способом НДЦ добавил дополнительную стоимость Группе ММВБ, а также о том, как может оптимизироваться отечественная учетно-расчетная система.

— Эдди Владимирович, каким вам видится положение на российском рынке учетно-расчетных услуг?

— Основной сегодняшний тренд — выживание после кризиса.

Наиболее тяжелая фаза кризиса для большинства профессиональных участников фондового рынка — не только депозитариев, но также эмитентов, брокерских компаний, банков, — прошла. Сейчас мы наблюдаем оживление рыночной деятельности — приход новых инвесторов, активизацию эмитентов российских облигаций.

И это положительный факт.

С другой стороны, определенные последствия кризиса продолжают влиять на текущую ситуацию. Ряд эмитентов допустили дефолт. Урегулирование отношений между кредиторами и эмитентами-дефолтерами — проблема достаточно масштабная и болезненная. Часть предприятий-эмитентов просто не имеет средств для исполнения своих обязательств по долговым бумагам, еще часть пытается реструктурировать обязательства.

В этом вопросе НДЦ является «мостиком» между эмитентами и инвесторами. Мы предоставляем депонентам информацию о проспектах эмиссий облигаций, когда они в судебном порядке пытаются взыскивать долги с эмитентов, либо содействуем в доведении до депонентов информации от эмитентов о предложениях по реструктуризации долга.

— Каковы для НДЦ предварительные результаты уходящего года?

— НДЦ исполняет свои бюджетный и производственный планы.

Наши доходы и расходы находятся в рамках плановых показателей, поэтому для акционеров финансовое состояние Национального депозитарного центра является достаточно комфортным и стабильным.

В течение года мы внедрили ряд новых сервисов, которые прежде не были доступны нашим

депонентам. Наиболее значимый из них — поставка против платежа с расчетами в валюте по счетам в Euroclear. Эта опция используется при операциях с еврооблигациями.

Мы также научились проводить корпоративные действия в отношении иностранных ценных бумаг. Это явилось для нас совершенно новым вызовом. По понятным причинам приходилось работать в режиме онлайн, у нас не было времени подготовиться, но и в этих условиях подразделения НДЦ, которые занимаются корпоративными действиями, проявили себя на очень высоком профессиональном уровне.

Наши клиенты в процессе проведения корпоративных действий по иностранным ценным бумагам не столкнулись ни с задержками, ни со сбоями.

Очень важным этапом стала для нас реализация пилотного проекта преобразования НДЦ из некоммерческого партнерства в акционерное общество.

Акционеры высоко оценили итоги этой работы, а НДЦ получил уникальный опыт корпоративных преобразований. И, кроме того, добавил Группе ММВБ дополнительный value.

Когда Национальный депозитарный центр имел статус некоммерческого партнерства, его оценка как инвестиционного актива была затруднительной для акционеров Группы ММВБ. Притом что НДЦ генерирует достаточно большой денежный поток.

Теперь оценить ММВБ как группу компаний (в которую входит НДЦ) стало проще. Это полезно с точки зрения реструктуризации Группы ММВБ в вертикально интегрированный холдинг.

— Чем обусловлен спрос на корпоративные действия в отношении иностранных ценных бумаг?

— Во-первых, и Clearstream, и Euroclear предоставляют Национальному депозитарному центру достаточно комфортные тарифы по хранению бумаг. Хранение бумаг на наших счетах в Clearstream и Euroclear иногда получается даже дешевле, нежели у других российских кастодианов. Это привлекает клиентов.

С другой стороны, наш сервис по расчетам по сделкам на условиях поставка

против платежа востребован клиентами НДЦ. Поэтому у нас появился дополнительный приток еврооблигаций на хранении.

В начале 2009 года НДЦ совместно с ММВБ и Банком России реализовали технологию проведения сделок репо Банком России с еврооблигациями, включенным в Ломбардный список. Для того чтобы проводить эти операции, клиенты стали переводить еврооблигации на счета НДЦ в Euroclear и Clearstream. Это тоже явилось стимулом для активизации счетов НДЦ.

Само по себе хранение ценных бумаг не является привлекательной опцией, если оно не сопровождается расчетными сервисами — возможностью заключения сделок репо или расчетов на условиях поставка против платежа.

— Когда рынок облигаций стабильно рос, никто не предполагал, что эмитент может допустить дефолт. Сейчас, когда ситуация кардинально поменялась, не выявились ли какие-то слабые места во взаимоотношениях, допустим, депозитария и эмитента?

— Одно узкое место обнаружилось именно в ситуации дефолта.

Когда эмитент объявляет корпоративные действия, связанные с выкупом облигаций, то эти бумаги блокируются на специальных разделах счетов депо владельцев. И, если эмитент допускает дефолт, при этом не отказываясь от процедуры выкупа, то разблокировать облигации можно только с его разрешения. А эмитент может вообще не обращать внимания на названное обстоятельство или не иметь денег и, следовательно, возможности реструктурировать долг. К нам обращалось несколько владельцев, у которых бумаги «зависли» на счетах именно таким образом, хотя срок погашения уже прошел.

Поэтому НДЦ разработал технологию, при которой мы (во взаимодействии с владельцем и эмитентом) будем содействовать урегулированию вопроса разблокирования облигаций. То есть, если владелец хочет получить бумагу назад, то уведомляет об этом эмитента и НДЦ, а НДЦ транслирует запрос эмитенту. Если эмитент никак не отреагировал на уведомление, то считается, что он дал «добро» на разблокировку. Либо эмитент четко говорит, что он против, и тогда регулирование идет между эмитентом и кредитором напрямую.

Прежде о возможности возникновения такой ситуации никто не думал, поэтому наша технология не предусматривала подобных возможностей.

— Считаете ли вы правильным объединение бизнесов ДКК и НДЦ?

— Здесь есть аргументы и «за», и «против».

Централизация, безусловно, снижает издержки клиентов, упрощает процедуру хранения и вывода ценных бумаг на торги, проведение расчетов, взаимодействие с реестрами.

С другой стороны, аргумент «против» тоже слышен. В результате объединения возникает единственный депозитарий, монополист, который теоретически может повышать тарифы на свои услуги. Мое личное убеждение, что при теоретическом риске монополизации на практике монополизировать рынок и повысить тарифы все-таки невозможно, потому что есть сдерживающие факторы. Это регуляторы (ФСФР России, Федеральная антимонопольная служба), акционеры депозитария, которые одновременно являются и пользователями его сервисов и заинтересованы, в том числе, в снижении тарифов, органы управления и контроля депозитария (Совет директоров, профильные комитеты при Совете директоров). Поэтому монополия в вопросе централизации депозитарных услуг носит скорее теоретический, нежели практический характер.

В целом получается, что интеграция расчетно-депозитарного бизнеса — правильный вектор развития для рынка.

— Как вы оцениваете рыночные позиции НДЦ? Какие цели являются стратегически важными для этого бизнеса?

— Рыночные позиции НДЦ за последние три-четыре года укрепились. Прежде всего, усиление произошло на рынке государственного долга и рынке облигаций (корпоративных, субфедеральных). В этих сегментах НДЦ сейчас — неоспоримый лидер.

Нам также удалось (это заслуга Группы ММВБ в целом) повысить долю НДЦ на рынке акций. Старт этому процессу, по моим наблюдениям, дала либерализация рынка акций ОАО «Газпром», после которой торговля ими переместилась на Фондовую биржу ММВБ. Далее сработало правило: «ликвидность притягивает ликвидность». Вслед за акциями ОАО «Газпром» на ЗАО «ФБ ММВБ» «подтянулись» акции и других эмитентов. И естественно, поскольку на этом пути «стоял» НДЦ как расчетный депозитарий Группы ММВБ, произошла концентрация хранения акций на счетах депо клиентов в НДЦ.

Если посмотреть на структуру хранимых в НДЦ активов, то она достаточно диверсифицирована: государственный долг, корпоративные облигации и акции составляют приблизительно одинаковые объемы. Кроме того, в составе наших активов появились евробонды и паи инвестиционных фондов. Такая диверсификация создает устойчивую доходную базу, а рыночные позиции НДЦ укрепились во всех сегментах рынка ценных бумаг.

Говоря о стратегии развития НДЦ, мы исходим из целей, сформулированных акционерами.

Главная цель на годовом горизонте — обеспечить операционную надежность НДЦ в период интеграции с Расчетной палатой ММВБ. Интеграция будет означать с юридической точки зрения присоединение НДЦ к Расчетной палате ММВБ как кредит-

ной организации, а с точки зрения бизнес-логики проекта — будет создан расчетный депозитарий с новым качеством и выраженным эффектом синергии.

В результате интеграции расчеты по ценным бумагам и по деньгам будут происходить в рамках одного юридического лица. Сейчас этого нет. Две существующие организации (НДЦ и РП ММВБ) операционно взаимодействуют между собой, но, тем не менее, это два различных юридических лица, имеющие разные операционные технологии, регламенты и так далее. Ведение денежных и бумажных счетов в одной организации упростит операционные процедуры и даст новые возможности по ведению бизнеса расчетному депозитарию с лицензией кредитной организации (к примеру, проводить валютные операции). Главный акцент в развитии сервисов расчетного депозитария — проведение мультивалютных расчетов по сделкам на условиях поставки против платежа и обеспечение всех стандартных услуг по проведению корпоративных действий эмитентов, включая иностранных.

Мы планируем активизировать работы по таким технологическим направлениям, как управление обеспечением (в операциях репо и залогов); кредитование ценными бумагами под завершение расчетов (в НДЦ большой запас хранимых бумаг, и всегда найдется клиент, который может одолжить бумагу для поставки под сделку и заработать на этом); трехстороннее репо. Проблемы на рынке репо, возникшие прошлой осенью, показали, что когда обеспечение хранится у кредитора, это создает риск невозврата бумаги. Трехстороннее репо позволяет избежать этого риска. В этом случае обеспечение хранится у третьей компании и доступно только при определенном наборе событий.

Кроме того, мы являемся сторонниками концепции открытия в российских депозитариях номинальных счетов иностранным центральным депозитариям, но не абстрактно всем, а, в первую очередь, депозитариям, входящим в Ассоциацию центральных депозитариев Евразии.

Сейчас это невозможно.

— Какова цель концепции?

— Идея в том, чтобы иностранные участники, которые работают на российском рынке, могли хранить свои бумаги на счетах своих национальных центральных депозитариев, имеющих, в свою очередь, счета номини в российском депозитарии.

А операции они будут совершать в России, на российских биржах. Допустим, казахстанский фонд купил акции «Газпрома» и хранит их на счете Центрального депозитария Казахстана в НДЦ. Сейчас это запрещено законодательно. При этом технологических проблем нет. Но закон разрешает открыть иностранному центральному депозитарию только счет собственника.

В принципе эта ситуация может регулироваться на уровне межправительственных соглашений. Надеемся, что менять закон не потребуется, достаточно будет заключить соглашение между регуляторами и определить режимы работы этих счетов. Представляется, что этот подход мог бы быть реализован в отношениях с центральными депозитариями, входящими в АЦДЕ (страны СНГ).

— В чем смысл того, что вы сотрудничаете одновременно и с Euroclear, и с Clearstream?

— Есть спрос депонентов НДЦ на услуги обоих депозитариев. Вместе с тем процедуры исполнения некоторых сервисов (например, поставка против платежа) в Clearstream и Euroclear немного различаются. Речь идет, например, о компенсационных выплатах. В Euroclear они есть, в Clearstream их нет. Есть различия в тарифах за хранение бумаг.

Между двумя этими депозитариями существует «мост». Это дает возможность опционально клиентам выбрать наиболее удобное для них место хранения и расчетов. Часть наших клиентов хочет работать с Clearstream, другая часть – с Euroclear. Мы должны предоставить клиентам возможность проведения расчетов по счетам НДЦ в обоих депозитариях.

— Каков уровень депозитарных технологий в России? Как вы оцениваете технологический уровень НДЦ?

— Мы предоставляем уровень развития технологий в депозитариях с развитыми и развивающимися рынками. К примеру, помимо вышеупомянутых Euroclear и Clearstream, мы имеем деловые контакты с коллегами из центральных депозитариев таких стран, как ЮАР, Индия (там два расчетных депозитария), Бразилия, Китай, Гонконг и др.

Технологии Национального депозитарного центра вполне соответствуют мировым стандартам, а в некоторых вопросах мы даже более продвинуты.

Взять, к примеру, реализованную НДЦ совместно с Расчетной палатой ММВБ и ММВБ как клиринговым центром технологию простого клиринга. Наших индийских коллег, например, весьма впечатлила эта технология, когда два клиента заключают сделку на ММВБ и рассчитываются по ней и получают активы в течение пяти минут, не дожидаясь окончания основных биржевых торгов.

Конечно, такие лидеры рынка, как DTCC, Euroclear, Clearstream, имеют более масштабный бизнес по сравнению с нами. Тем не менее НДЦ находится на уровне развития, сопоставимом с европейскими депозитариями, и потому мы чувствуем себя среди коллег из других стран достаточно комфортно.

Сейчас наш основной технологический проект — смена IT-платформы.

Рост нашего бизнеса, количества клиентов, которых мы обслуживаем, выявили ограничения в производительности нашей нынешней платфор-

мы. Обработка списков владельцев акций таких эмитентов, как ОАО «Газпром», ВТБ 24 (ЗАО), Сбербанк России ОАО (где много акционеров — физических лиц), требует очень большого объема времени.

Сейчас технологическая модель НДЦ имеет вид «лоскутного одеяла». Есть ядро, к которому прикреплена «обвязка» из различного программного обеспечения (ПО), появлявшегося в разное время, по мере производственной необходимости. Такая гибридная модель затрудняет развитие и совершенствование платформы, поскольку любое «инородное» технологическое решение требует специфической «розетки», шлюза с ядром и другим ПО. Сейчас стоит цель унификации всех сервисов, которые у нас накопились за 12 лет, на одной IT-платформе. Другим новым вызовом, который возникнет перед нами достаточно скоро, является сопряжение технологических платформ НДЦ и Расчетной палаты ММВБ и создание уже новой платформы объединенной компании, поддерживающей современные и будущие сервисы.

— Я хотела бы поговорить о той части бизнеса, о которой обычно никто не любит говорить, — о клиентах.

— Мы любим наших клиентов. Клиенты — это наше всё! В ближайшее время мы предпримем ряд организационных мер, направленных на повышение качества обслуживания клиентов в НДЦ. Надеюсь, они это почувствуют достаточно быстро.

— Из каких сегментов складывается ваша клиентская база, как выглядит ее эволюция в динамике? Предполагаете ли вы, что какие-то категории клиентов станут генерировать более значительную прибыль?

— НДЦ имеет разные категории клиентов. Это и ММВБ как потребитель расчетных услуг; Банк России, совершающий в целях реализации денежно-кредитной политики операции ломбардного кредитования и репо; профессиональные участники

рынка, эмитенты, регистраторы и спецдепозитарии.

Как я уже сказал, в ближайшее время мы будем оптимизировать наш клиентский сервис в целях повышения гибкости и сокращения времени реакции на запросы клиентов. Наша клиентская служба будет трансформирована. С одной стороны, мы будем стремиться постоянно поддерживать связь с клиентами, реагировать на их потребности и проблемы. С другой — будем предлагать им наши сервисы и услуги, потому что, как оказалось, не все сервисы и услуги (даже из числа тех, что НДЦ предоставляет уже давно) известны нашим клиентам. Мы стремимся наладить двухстороннее движение информации.

— Разница между этими типами клиентов существенна?

— В общем да, так как у них разные задачи и цели при проведении операций на рынке, отсюда и различия в запросах на получение в НДЦ того или иного сервиса.

— Будет ли ваш бизнес прирастать за счет СНГ?

— Если решится вопрос с допуском на наш рынок иностранных ценных бумаг, с открытием счетов номини для центральных депозитариев стран СНГ, то, конечно, да.

По имеющейся информации, потребность в инвестировании собственных активов имеется, к примеру, у казахстанских финансовых компаний. Фондовый рынок Казахстана более узок, нежели российский, а средства у участников есть. Дисбаланс между финансовыми возможностями и инструментарием для инвестирования позволяет предположить, что часть этих средств могла бы быть направлена на российский рынок. Но это, конечно же, компетенция национального регулятора и самих участников рынка. К тому же могу сказать, что по части инфраструктуры рынка наши казахские коллеги в некоторых аспектах опереди-

ли нас, так как у них есть Центральный депозитарий, а у нас пока нет.

Наблюдается интерес к выводу ценных бумаг белорусских эмитентов на российский рынок.

— Сейчас в НДЦ произошла смена лидера. Вы видите своей задачей преемственность или осуществление достаточно резких перемен?

— Я стремлюсь к разумному балансу.

Когда вопрос смены руководителя НДЦ обсуждал Совет директоров, внятно звучала тема преемственности. И это логично, потому что я был заместителем Николая Викторовича (*Егорова*. — прим. ред.), мы проработали вместе пять лет, был сделан определенный задел на развитие НДЦ. Вместе с тем назрела необходимость в активизации ряда вышеупомянутых направлений бизнеса, корректировки приоритетов. С этой точки зрения, да, будут изменения.

Основной акцент в управлении компанией будет сделан на то, чтобы обеспечить эффективную интеграцию НДЦ с Расчетной палатой ММВБ по всем направлениям — финансовому, технологическому, юридическому, операционному, управленческому.

— Какими вам видятся перспективы российской учетно-расчетной инфраструктуры в ближайшее время?

— Сейчас основная дискуссионная тема — даже не создание центрального депозитария как такового, хотя вопрос не снят с повестки дня, а оптимизация учетной системы, то есть отношений между расчетными депозитариями, кастодиальными депозитариями и реестрами.

По моим ощущениям, движение мысли происходит в направлении к модели центрального депозитария рынка ценных бумаг Великобритании и Ирландии, CrestCo.

Имеется достаточно предпосылок для того, чтобы адаптировать к российским реалиям эту модель. В модели CrestCo и расчетный депозитарий, и реестры, и кастодианы сосуществуют. Причем сосуществование получается бесконфликтным, что важно.

— Эта конструкция может возникнуть в России исключительно рыночным путем?

— Как мне уже случалось говорить ранее, кризис наглядно продемонстрировал несостоятельность тезиса о том, что рынок самостоятельно отрегулирует все.

Невозможно отрицать также важность государственного участия в регулировании.

Кризис — это время, когда явно проявляются недостатки существующей модели и появляется возможность ее оптимизации. И надо признать, наши власти использовали эту возможность. В кризис государство наконец стало оперативно и адекватно реагировать на потребности участников рынка. И ФСФР, и Минфин, и Центральный банк действовали слаженно. Единственным спорным, на мой взгляд, моментом можно считать спонтанные остановки биржевых торгов, хотя полагаю, что на то были какие-то причины.

В связи с этим моя личная точка зрения состоит в том, что в переходный период развития рынка административное влияние государства на инфраструктуру необходимо, но в разумных, мотивирующих пределах, подталкивающих участников рынка к заданной цели. В конце концов, инфраструктура национального финансового рынка — это атрибут национального суверенитета, и потому здесь есть интересы государства. При этом более правильной, на мой взгляд, в переходный период является модель законов прямого действия. Они задают более жесткую конструкцию, не дают её расшатать в ту или иную сторону. А вот когда рынок уже выстроился, стабилизировался, то законодательная модель должна стать рамочной, прецедентной. А основная нагрузка должна приходиться на нормативные акты регулятора.

— Имеются ли у НДЦ перспективы получить статус «приемлемого депозитария» от Ассоциации глобальных кастодианов (Association of Global Custodian) в соответствии с правилом 17f-7 американской комиссии по ценным бумагам?

— Вся история с получением этого статуса касается одной темы: могут ли иностранные инвесторы хранить в России свои активы не в реестрах, а в расчетном депозитарии.

Для того чтобы получать на хранение эти активы, расчетный депозитарий должен иметь один из двух статусов: либо статус центрального депозитария, который регулируется национальным законодательством, либо статус Eligible Securities Depository, то есть «приемлемого депозитария», отвечающего требованиям американской Комиссии по ценным бумагам, сформулированным в так называемом правиле 17f-7.

Но «приемлемый депозитарий», как мы понимаем, это статус понятийный, не строго формализованный и «присваивается» он глобальными кастодианами в соответствии с их внутренними критериями и алгоритмами. При этом «присвоение» этого статуса индивидуально, то есть не требует согласия всех кастодианов, входящих в ассоциацию.

Мне кажется, что движение в сторону получения статуса «приемлемого депозитария» получило развитие именно потому, что остановилось движение по направлению к закону о центральном депозитарии. Но эта проблема не менее сложна, потому что мы не можем влиять на мнение иностранных кастодианов. Оно, кроме того, актуально только в отношении американских фондов.

— Почему американская комиссия по ценным бумагам и кастодианы должны признавать нашу систему централизованных расчетов, если наш собственный регулятор этого не может сделать?

— ФСФР России этого и не должен делать, потому что правило 17f-7 — это не нормативный акт ФСФР. Это пра-

вило регулирует активность исключительно американских инвестиционных фондов, подконтрольных американской Комиссии по ценным бумагам. Компетенция нашего регулятора — сделать закон о центральном депозитарии, а трактовать американские правила — не сфера деятельности Комиссии. У каждого своя сфера компетенции.

Мы не влияем на решения в Ассоциации глобальных кастодианов и можем только представлять информацию о себе для оценки профиля рисков НДЦ. Поэтому иностранные инвесторы сами принимают решения в отношении рисков хранения своих активов в российских депозитариях.

НДЦ будет естественным эволюционным путем развиваться в направлении, близком к реализации модели CrestCo, и потому, мы надеемся, это неизбежно приведет к получению НДЦ статуса «приемлемого депозитария».

— Будет ли меняться ваша модель корпоративного управления?

— Это актуальная для нас тема.

В Группе ММВБ существует Комиссия по стратегическому планированию при Совете директоров ЗАО «ММВБ», где принимаются все стратегические решения, связанные с развитием компаний Группы ММВБ. Летом 2009 года в рамках деятельности этой Комиссии была сформирована рабочая группа (во главе с представителем Банка России директором департамента операций на открытом рынке Сергеем Швецовым), в которую входят акционеры НДЦ, РП ММВБ и ЗАО «ММВБ».

Также туда входят представители брокерских компаний, не являющихся акционерами ММВБ и НДЦ.

Группа к настоящему времени выработала принципы корпоративного управления будущего расчетного депозитария, который планируется создать на базе НДЦ и РП ММВБ.

В капитале этой организации будет доминировать ЗАО «ММВБ» как головная компания Группы ММВБ, но также

будут представлены миноритарные акционеры — банки, брокеры, возможно регистраторы и спецдепозитарии (как решат акционеры).

Но главное то, что в управлении этой структурой планируется реализовать важный и новаторский для отечественного рынка принцип корпоративного управления.

Система принятия решений будет выстроена таким образом, что ММВБ в рамках акционерного соглашения будет делегировать часть своих полномочий как мажоритарного акционера миноритарным акционерам. Это позволит миноритарным акционерам участвовать в формировании Совета директоров будущего расчетного депозитария, делегировать туда своих представителей, участвовать в управлении профильными комитетами и так далее.

То есть миноритарии получат право и возможность влиять на управление, на принятие решений, в соответствии с их представлениями и потребностями, несмотря на то, что формально в составе акционеров будет доминировать ЗАО «ММВБ». Квотирование мест в Совете директоров будущего расчетного депозитария также будет сбалансировано. Предполагается, что в состав управляющего органа войдут представители как акционеров, так и пользователей-неакционеров, а также независимые директора.

Уже сейчас Совет директоров НДЦ сбалансирован, в нем представители ММВБ, банков-акционеров НДЦ и даже представители компаний, не являющихся акционерами НДЦ. Это состав можно увидеть на официальном сайте НДЦ.

Баланс между мажоритариями и миноритариями на базе акционерного соглашения должен, по замыслу, привести к балансу интересов и решений в управлении расчетным депозитарием.

Это новая модель управления, ее признают новаторской даже коллеги из Ассоциации независимых директоров, она одобрена Комиссией по стратегическому планированию ЗАО «ММВБ».

— Действительно сильная вещь, ведь обычно мажоритарные акционеры не очень стремятся учитывать интересы миноритариев.

— Это решение — заслуга акционеров Группы ММВБ.

Модель, о которой мы говорим, является составной частью другого проекта в Группе ММВБ – создание вертикально интегрированного холдинга с переходом на единую акцию. В создаваемом холдинге ММВБ будет владеть дочерними компаниями, но при этом миноритарии «дочек» смогут влиять на управленческие решения, принимаемые в органах управления компаний.

Этот баланс интересов и влияния на решения — новое в системе корпоративного управления компаний. ◻

Справка

Eligible Securities Depository — зарубежный депозитарий, осуществляющий централизованное хранение ценных бумаг (учет прав на ценные бумаги), который является приемлемым для хранения зарубежных активов американских инвестиционных компаний.

Подобный депозитарий должен отвечать следующим требованиям, установленным Правилом 17f-7 Комиссии по ценным бумагам и биржам США (SEC):

1. Осуществлять деятельность по централизованному хранению ценных бумаг и расчетов по сделкам с ценными бумагами в стране, в которой данный депозитарий зарегистрирован в качестве юридического лица, или являться международной системой для хранения и осуществления расчетов с ценными бумагами.
2. Работать под контролем национального финансового регулирующего органа.
3. Предоставлять кастодиану — участнику расчетно-депозитарной системы услуги по хранению активов на равных условиях с другими участниками.
4. Вести учет активов участников отдельно друг от друга и от активов самого депозитария.
5. Периодически предоставлять участникам отчетность по хранению активов, в том числе уведомления об осуществлении переводов с/на счет участника.
6. Проходить регулярные проверки со стороны органов надзора или независимых аудиторов.

Российский финансовый рынок

Яков Миркин
председатель Совета директоров ОАО «Инвестиционная компания «Еврофинансы», профессор, д.э.н

Жизнь среднего размера. И выше

ЭТА ЖИЗНЬ ПОДТАЛКИВАЕТ ИНВЕСТБАНКИ СРЕДНЕГО РАЗМЕРА ДЕЛАТЬ ПРОДУКТЫ И УСЛУГИ, В КОТОРЫХ ОНИ ОТЛИЧНЫ ОТ ОСТАЛЬНЫХ

Председатель Совета директоров ОАО «Инвестиционная компания «Еврофинансы» Яков Миркин рассказывает главному редактору журнала «Вестник НАУФОР» Ирине Слюсаревой о том, какие метафоры рождает наш рынок и как может на нем работать инвестиционная компания средних размеров.

— Яков Моисеевич, в каком состоянии находится наш рынок сейчас?

— Как мне кажется, после кризиса российский финансовый рынок восстанавливается в том же спекулятивном качестве, в котором существовал до кризиса.

Тогда (как и теперь, после кризиса) он был зависим от нерезидентов, существовал в условиях повышающегося (или, минимум, закрепленного) курса рубля, очень высокой доходности финансовых активов внутри России и свободного счета капитала. Это — классический механизм формирования кризисов (я говорил об этом много раз), который приглашает горячие деньги со всего мира на внутренний рынок, является каналом проникновения финансовых инфекций, способом надувания «мыльных пузырей» и катализатором запуска системных рисков.

Сопротивляться этому рынок не может, он является небольшим существом, уровень его финансовой глубины (financial depth) остается невысоким, а сам он в своем движении повторяет динамику других финансовых рынков. Все эти рынки очень серьезно зависят от курса доллара как мировой резервной валюты. Это хорошо видно на соответствующих графиках: если доллар укрепляется, то цены на активы (как финансовые, так и товарные) имеют тенденцию к падению, и наоборот. Механизм формирования цен на основные экспортные товары России (нефть, газ, металлы) имеет финансовый характер и зависит от курса доллара.

Иными словами, в российский фондовый рынок до кризиса были встроены составляющие, определявшие его высокую волатильность, делавшие его подверженным крупным рискам, державшие в зоне высокой турбулентности. После кризиса все эти составляющие по-прежнему продолжают действовать.

Наверное, можно говорить о том, что мы в третий раз строим модель спекулятивного фон-

дового рынка. Локальные кризисы, по статистике развивающихся рынков — раз в 5–10 лет.

— Влияние нерезидентов на российский рынок осталось таким же, каким было?

— Не могу сейчас оценивать доли в точных цифрах, потому что информация такого рода раскрывается с задержкой или совсем не раскрывается. Но, по ощущениям, потенциально это пока те же самые или даже большие объемы.

— Проект международного финансового центра, будучи реализован, мог бы что-то поменять?

— Важно договориться о том, что именно мы понимаем под термином «международный финансовый центр».

Традиционно в этом контексте чаще всего имеется в виду центр проведения международных операций «нерезидент-нерезидент». Такой центр должен иметь удобную операционную структуру и обеспечивать низкие издержки. Плюс хорошая репутация. Этих составляющих вполне достаточно для того, чтоб он мог существовать и развиваться.

Могут быть иные модели финансового центра. Например, специализированные на отдельных сегментах рынка, либо подчиненные задаче региональной концентрации активов и ликвидности.

Подобное региональное сгущение ликвидности (прежде всего для нерезидентов из стран СНГ) создать можно, поскольку Россия — это 60% активов Восточной Европы плюс европейской части СНГ. Но центр значимости большей, нежели региональная, у нас создать не получится, потому что российская экономика — это всего лишь 2–3% мировой. Мы — производная от внешней экономической динамики.

Чтобы создать российский МФЦ как центр сосредоточения ликвидности, как крупный международный финансовый рынок, прежде всего, должна стать значимой российская экономика.

Это же относится и к дискуссиям по поводу рубля как региональной валюты. Для того чтобы рубль стал таковой, российская экономика должна достичь хотя

бы 5–6% от объемов мировой экономической активности.

— Как позиционируется компания «Еврофинансы» на таком финансовом рынке, который вы описали?

— Российский рынок сегментирован.

Часть финансовых компаний действует в составе крупных ФПГ или финансовых конгломератов с высокой долей государства в капиталах.

Это своего рода острова с особым режимом. Иерархические структуры с высокой конфликтностью интересов внутри.

Аффилированность, кэптивность сильно влияют на их рабочие характеристики, поэтому по их поведению нельзя судить о закономерностях развития инвестиционного бизнеса на очень волатильном рынке.

Другая часть рынка — это компании, которые успели вырасти до крупных размеров, изначально специализируясь на операциях с нерезидентами. Поддерживая всю линию инвестиционных операций и обращаясь сейчас не только к внешним, но и внутренним инвесторам, они остаются в топ-нише в силу того, что сохраняется модель рынка, в значительной мере ориентированная на нерезидентов.

Еще одна узкая группа брокеров-дилеров быстро развивала свой бизнес, специализируясь в определенных сегментах, — например, на операциях интернет-трейдинга, на вексельных операциях и так далее. Они достигали крупных оборотов именно в своей нише, а затем, в ряде случаев, расширяли эту нишу.

Компания «Еврофинансы» относится к тому типу компаний, которые в части собственности не зависят от крупных промышленных групп и государства, существуя при этом в качестве среднего по капитализации инвестиционного бизнеса и поддерживая весь ряд услуг на финансовом рынке.

Это означает, что в различных рейтингах подобный бизнес может занимать места в диапазоне от 15-й до 50-й позиции (коммерческие банки не учитываем).

Чтобы создать российский МФЦ как центр сосредоточения ликвидности, как крупный международный финансовый рынок, прежде всего, должна стать значимой российская экономика. Для того чтобы рубль стал таковой, российская экономика должна достичь хотя бы 5–6% от объемов мировой экономической активности.

— Как строится бизнес такой компании?

— Ее главные клиенты — компании реального сектора средней капитализации. Их в России очень много, гораздо больше, чем крупных корпораций с государственной собственностью. И перед кризисом средние компании были довольно успешными. Они составляли большинство эмитентов на рынке облигаций, активно пытались делать реструктуризацию, расти, проводить IPO, торговать кусками капитала, заключая сделки на рынке корпоративного контроля.

Те, кто входит в это братство фирм средней капитализации, являются естественными партнерами инвестиционных банков среднего размера.

Правильно, чтобы количество подобных клиентов в портфеле средней инвесткомпании находилось в диапазоне от несколько десятков до 100–150, в разных сегментах бизнеса.

Одновременно инвестиционные банки средней величины (подобные нам) всегда имеют в своих клиентах 2–3 компании из топ-30, которые нуждаются в специализированных услугах.

— О каких специализированных услугах идет речь?

— Обычно это услуги, связанные с корпоративным финансированием, с реструктурированием, с оценкой, с финансовым консультированием выпусков ценных бумаг. С разработкой уникальных финансовых технологий. Например, опционных программ для менеджеров или структурированных финансовых продуктов. В узких продуктовых нишах инвестбанки среднего размера могут входить в топ-10 и даже топ-5, специализируясь на услугах «индивидуального пошива» и доверительном консультировании, становясь «личными советниками» или «послами по особым поручениям».

Что касается розницы, то обычно не делается ставка на продвижение массовых продуктов. Философия отношений с мелкими розничными инвесторами — «нельзя вести телка на убой на таком рискованном рынке, как российский».

Скорее имеет смысл концентрироваться на услугах приватного банкинга, управления состоянием (wealth management). В этой нише инвестиционный банк может иметь несколько сот частных клиентов, каждый из которых относится к группе населения с высокими доходами и для которого нужны не массовые услуги, а более индивидуальный подход, возможность общения с доверительными управляющими, с трейдерами, консультантами и так далее. Это — квалифицированные инвесторы.

Помимо физических лиц, клиентами этой линии (брокерские услуги и доверительное управление) должны быть несколько крупных институциональных инвесторов, которые ценят именно клиентоориентированный подход. Здесь важно конструирование целевых, фокусированных услуг, организованных в соответствии с нуждами конкретного клиента. Пример — быть брокером группы компаний, управляющих активами крупного пенсионного фонда.

В части активных операций инвестиционные банки среднего размера ориентированы на специализированные продуктовые линейки для клиен-

Инвестиционному банку среднего размера в сегменте розницы целесообразно работать с клиентами, которые располагают высокими или очень высокими доходами, избегая массовой розницы и инвестиционных фондов, ориентированных на мелкого инвестора.

тов категории «прайм». Для нас такой линией является помощь в создании компенсационных фондов СРО и фондов целевого капитала (эндаументов) образовательных и научных учреждений (и управление ими). Или, например, создание специальных брокерских продуктов (у нас — семейство индексных портфелей и 7–8 структурированных инструментов).

— Можем ли мы резюмировать сказанное?

— Итог примерно такой. Инвестиционному банку среднего размера в сегменте розницы целесообразно работать с клиентами, которые располагают высокими или очень высокими доходами, избегая массовой розницы и инвестиционных фондов, ориентированных на мелкого инвестора. А в корпоративном сегменте он должен находиться в корреспонденции с компаниями реального сектора, имеющими среднюю капитализацию, и группой средних по размеру институциональных инвесторов (страховых компаний, пенсионных и инвестиционных фондов).

Плюс в любом продуктовом сегменте у него всегда должны быть несколько клиентов категории «прайм» (топ-20, топ-30), с которыми он не аффилирован, но разрабатывает для них специализированные продукты, интересные по критерию «цена–качество».

— О специализированных продуктах можно подробнее?

— Инвестбанки вынуждены создавать специализированные сервисы для того, чтобы соответствовать частным требованиям своих клиентов и обеспечивать им личный подход в решении их конкретных проблем.

Например, в компании «Еврофинансы» одним из особенных сервисов является научная площадка, бизнес «коммерческой науки», отрабатывающей заказы крупных корпораций и государства. Или наша бизнес-аналитика, которая частично является коммерческой. Она опирается не только на краткосрочные измерения, но также и на длинные ряды, на глобальную карту движения капиталов на мировых финансовых рынках, на долгосрочные прогнозы, на знание фундаментальной механики того, как устроены глобальные финансы.

Инвестиционный банк среднего размера не должен повторить всю линейку аналитики, генерируемой более крупными институтами. Зачем повторять то, что делают все? Нужно делать умную аналитику, специальную аналитику, выбирать те ниши, в которых можно отличиться.

То есть жизнь подталкивает инвестбанки среднего размера делать продукты и услуги, в которых они отличны от остальных, поддерживая при этом работу на стандартных платформах и предоставляя весь круг стандартных услуг в нише средней капитализации.

— Эта модель подтверждает свою эффективность?

— Эффективность такого подхода особенно видна в моменты рыночных шоков. Если ты не занимаешь крупных собственных позиций, то в минуты роковые, в разгар кризиса, как сервисная компания, как универсальный инвестиционный банк помогаешь клиентам, разгребаешь их проблемы, поддерживаешь ликвидностью. И являешься более устойчивым, хотя во времена ралли растешь не так быстро, как это делают те, кто имеет крупные собственные портфели.

В кризис 1998 года вдруг оказалось, что многие коммерческие банки среднего размера чувствовали себя гораздо лучше, нежели крупнейшие финансовые институты, которым пришлось уйти с рынка или трансформироваться в банки-мосты.

Мне кажется, что эта механика работала сходно и в 1998 году, и через десять лет, в текущий кризис.

Был виден водораздел между теми компаниями, которые являются универсальными инвестиционными банками, много занимаются сервисом, и теми, кто занимает объемные собственные позиции и принимает высокие риски.

Повторю еще раз. Бизнес среднего инвестиционного банка — это путь сервиса, путь специализации, генерации продуктов и услуг, ориентированных на конкретного клиента, нуждающегося в настройке на его личные условия и особенности. Не бутик, конечно, и не финансовый супермаркет, но не рядовое ателье рядом с домом. Его клиенты — компании средней капитализации, партнеры – коммерческие банки среднего размера. Но при этом он готов демонстрировать услуги и продукты прайм-класса.

— Как получить заказ на разработку опционных программ?

— Ответ — работать с командой классных специалистов. У нас высоки требования к персоналу. Инвестиционный бизнес среднего размера не может себе позволить лишних людей. 15 процентов сотрудников — специалисты с ученой степенью в области финансовых рынков. Это дает возможность создавать сложные продукты, заниматься финансовым инжинирингом. Например, опционные программы для менеджеров крупных компаний.

Российское законодательство плохо приспособлено для них. Неудобно налоговое пространство. Высоки конфликты интересов, их нужно урегулировать в опционной программе. Там, где собст-

венность, работать всегда сложно, и нужно тонкое шитье.

Все знают, что финансовый институт — это, прежде всего, команда, специалисты. Реальных активов в банках не так много, деньги — это текучий материал (все видели, как быстро исчезают с рынка крупнейшие финансовые институты), основной капитал — способности и квалификация.

В инвестиционных компаниях среднего размера специалисты более универсальны, нежели те, кто работает в крупнейших институтах.

Если компания последовательно выстраивает у себя производство интеллектуальных финансовых сервисов, продуктов, имеющих сложную начинку, то в ней интересно работать, специалисты имеют более широкие навыки. Они способны быстро переходить от одной нестандартной задачи к другой, которая совсем не похожа на предыдущую.

Работа не в жесткой иерархической структуре (а крупный банк всегда является именно таким) больше мотивирует специалиста, если он обладает творческим складом и хотел бы стать более свободным в своих решениях, готов думать, конструировать, заниматься финансовым инжинирингом. Готовить на своей кухне те продукты, которые больше никто не может приготовить.

Или, если продолжать аналогии, заниматься индивидуальным пошивом.

— Можно ли считать, что сейчас в России формируется рынок управления активами компенсационных фондов?

— Да, этот рынок создается. Они возникают, в частности, в строительных СРО.

Еще одна интересная бизнес-ниша — фонды целевого капитала, эндаументы. Летом 2009 года в России работали девять эндаументов. Они не вкладывали средства в ценные бумаги, держали деньги на депозитах, поэтому в кризис особенных потерь не понесли.

Это — будущие точки роста.

— Наш финансовый рынок могла бы существенно изменить правильно проведенная пенсионная реформа?

— Оценивая перспективы любых реформ, мы должны учитывать, прежде

всего, волатильность российского финансового сектора.

В экономике, где каждое поколение теряло деньги…

— ...да, и причем последний раз — в прошлом году.

— Вот именно.

В такой среде пенсионная реформа должна находиться рядом с нормализацией финансовой сферы, с уменьшением волатильности рынка и ростом его финансовой глубины, с укреплением устойчивости к финансовым инфекциям, с лучшим управлением рисками и так далее. До тех пор, пока финансовая сфера является средой с высочайшими системными рисками и постоянно находится в зоне турбулентности, а реальная, личная инфляция измеряется двузначными цифрами, любая пенсионная реформа в ней будет обречена.

— На что она будет обречена?

— На будущие крупные потери, которые неизбежно будет нести население как участник пенсионной отрасли. Не важно, участвуешь ли ты в НПФ или в любых комбинациях частно-государственных пенсионных программ.

Важно, что пенсионная система формируется и развивается в условиях высочайших системных рисков, которые с неизбежностью реализуются раз в 5–10 лет и уменьшают ту стоимость, которая уже накоплена.

Волатильность отечественной пенсионной отрасли усиливает еще один момент.

Любые накопления средств, создаваемые государством рядом с пенсионной отраслью и предназначенные, в том числе, на ее поддержание, являются своего рода социальным контрактом, заключаемым с населением.

Так вот, эти накопления средств наше государство с готовностью срезает при любом осложнении финансовой ситуации. Имеется в виду судьба бывшего Стабилизационного фонда, нынешнего Резервного фонда и Фонда националь-

Дело не в том, какую схему пенсионной реформы мы изобретем, с каким участием каждого из нас. А в том, что в той финансовой системе, которую мы имеем, население неизбежно обречено на потери при любой модели пенсионной реформы. Потому что пенсионная отрасль, как бумажный кораблик, запускается в море, в котором штормит.

ного благосостояния («фонда будущих поколений»), одна из целей которого — поддержка будущих потоков пенсионных выплат.

Только что, летом 2009 года, бюджетные проектировки предполагали расходование «под ноль» сначала Резервного фонда, а затем Фонда национального благосостояния. Делается не по себе от такой готовности государства разорвать контракт с населением, несмотря на массу произнесенных слов о том, как через фонд будущих поколений накопленная стоимость будет тщательно, на длинные времена оберегаться и передаваться всем тем, кто старше или кому-то там в прекрасном далеке.

Поэтому дело не в том, какую схему пенсионной реформы мы изобретем, с каким участием каждого из нас. А в том, что в той финансовой системе, которую мы имеем, население неизбежно обречено на потери при любой модели пенсионной реформы. Потому что пенсионная отрасль, как бумажный кораблик, запускается в море, в котором штормит.

Сейчас прогнозируется уход с рынка части страховых компаний. Но страховые компании — это же не только бизнес и инвестиции, это еще определенные контрактные обязательства. Прежде всего перед населением. Плюс неизбежная потеря части НПФ. Значимая часть институтов коллективных инвестиций, созданных в 90-е годы для населения, убивается повышенной турбулентностью. Где они, 600 с лишним чековых инвестиционных фондов, существовавших еще в 1997 году? Тонут кораблики.

Еще в советское время ярко проявлялась необязательность государства в его контрактных отношениях с населением. Например, постоянное ухудшение условий розничных облигационных займов в 1930–1980-х годах, пролонгации, переносы платежей. Но от этой практики мало чем отличается, например, перенос пенсионных обязательств государства (накопительная часть пенсии) от тех, кто родился в 1957 году, к тем, кто родился в 1967-м. Жаль, что мы быстро забываем все эти детали.

— Я уверена, что это забыли немногие! Тем более что именно это поколение находится сейчас на пике карьеры и генерирует наиболее высокие доходы.

— Это означает, что, когда придет время выполнять обязательства государства по отношению к гражданам 1967 года рождения, могут быть приняты подобные решения. То есть короткая история пенсионного дела в рыночной среде уже продемонстрировала волатильность модели и необязательность государства.

При такой волатильности безразлично, какую пенсионную модель выбирать и какую следующую реформу проводить. Подрывается сама возможность государства заключать контракт с населением, а стало быть, подрывается доверие и интерес населения к любой пенсионной модели. И при этом у населения (по крайней мере, у среднего класса) остается интерес к организации тех финансовых потоков, которые могут в будущем составить основу личных пенсионных моделей. В пенсионной реформе очень важно создать инструменты, которыми будущий пенсионер мог бы оперировать сам. Важно дать ему возможность самому принимать решения о том, в какие активы вкладывать, пусть с определенными условиями и ограничениями. Это так называемые индивидуальные пенсионные счета (individual retirement accounts, IRA). Понятно, что эти счета открывались бы в госбанках, с хорошей кредитной историей.

Это не программа софинансирования, но счета, где ты сам выбираешь активы, в которые вкладываешь. Таким способом инвестор, принадлежащий к среднему классу, действительно становился бы более ответственным за собственное пенсионное обеспечение. А сейчас личные решения принимать невозможно. Хотя бы потому, что контролировать управляющую компанию инвестор может лишь «ногами».

Множество таких индивидуальных пенсионных счетов, если бы по ним предоставлялись налоговые льготы, стало бы базой, делающей российский фондовый рынок чуть более стабильным. Пятачком стабильности в бушующих стихиях российского финансового рынка. ◻

Виктор Коновалов
заместитель директора «Интерфакс-ЦЭА»

Просели на Дубае

Фондовый рынок России, обновив в ноябре годовые максимумы, к концу месяца скорректировался вниз

Российский рынок акций к концу месяца растерял большую часть предыдущего роста. В результате, по итогам прошедшего месяца индекс РТС вырос всего на 1,9%, и его значение на закрытие торгов 30 ноября составило 1374,93 пункта, а индекс ММВБ прибавил за месяц 3,8% — до 1284,19 пункта.

Отрицательная коррекция на отечественном рынке акций сформировалась в конце второй декады месяца.

Отрицательная коррекция на отечественном рынке акций сформировалась в конце второй декады месяца, когда под давлением заявлений главы Европейского ЦБ Жан-Клода Трише о планах постепенного вывода лишней ликвидности из экономики еврозоны стали активно снижаться мировые фондовые и товарные рынки. Вторая же волна падения в самом конце месяца была спровоцирована заявлением госфонда Dubai World об отсрочке погашения своих облигаций.

Новые рекорды

Динамика российского фондового рынка по отношению к другим emerging markets в ноябре была относительно скромной — по темпам роста страновых инвестиционных индексов S&P/IFCI, рассчитываемых агентством Standard & Poor's, отечественный рынок проиграл большинству своих основных конкурентов. В частности, рост российского индекса S&P/IFCI, по данным на 30 ноября, составил 1,7%. Лидерами же по данному показателю оказались Мексика с результатом +10,2% и Перу (+9,8%). Основные конкуренты России по БРИК заметно опередили российский рынок акций, в частности, рост фондового индекса Бразилии составил в ноябре 8,4%, Индии — 8,1%, Китая — 3,4%.

Начало месяца было не совсем удачным для российского рынка акций — индекс ММВБ упал ниже 1220 пунктов, скатившись к уровням почти месячной давности. В преддверии решения Федеральной резервной системы (ФРС) США по ставкам игроки, напуганные повышением базовой ставки в Австралии, предпочли подстраховаться перед возможными негативными сюрпризами и фиксировали прибыль. Негативом для фондовых рынков были также слабые финансовые отчеты по итогам треть-

В этой статье:

Разнонаправленная динамика рынка акций в ноябре.

Внешний фон и коррекция рынка.

Благоприятная ситуация с евробондами.

Движение курса рубля.

его квартала швейцарского банка UBS и германского автопроизводителя BMW, а также известие об участии британского банка RBS в программе по страхованию активов.

Однако после того как ФРС США на своем очередном заседании 4 ноября оставила базовую процентную ставку в диапазоне 0,00–0,25% годовых и заявила о сохранении курса на поддержание минимальных процентных ставок в течение «продолжительного периода времени» инвесторы успокоились и стали вновь откупать подешевевшие бумаги. При этом денежные власти США впервые обозначили факторы, которые будут приниматься во внимание при принятии решения об изменении монетарной политики. В заявлении ФРС, в частности, говорилось, что нынешний курс может измениться в случае снижения безработицы и повышения инфляционных ожиданий, чего пока не наблюдается.

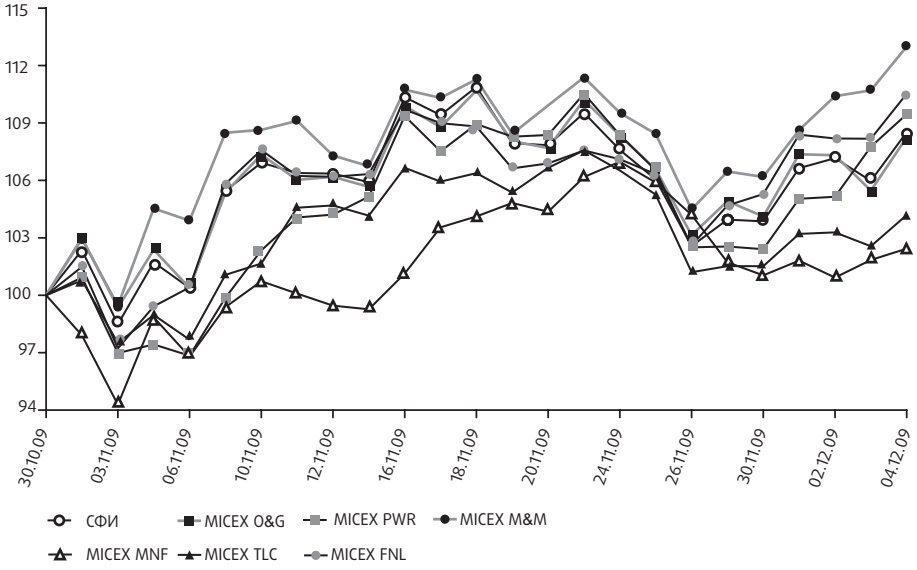
Новости из Европы, где Банк Англии и Европейский ЦБ оставили ставки неизменными, а глава ЕЦБ Жан-Клод Трише дал намек на сохранение мягкой денежно-кредитной политики, также способствовали активизации покупателей.

Наиболее активный рост отечественного фондового рынка пришелся на период с 9 по 18 ноября, после чего на рынке пошла волна фиксации прибыли. Формированию позитивных настроений способствовали, прежде всего, внешние факторы — рост мировых фондовых и товарных рынков на фоне позитивной макроэкономической статистики, а также итогов саммита двадцати наиболее развитых стран (G20) и стран Азиатско-Тихоокеанского форума экономического сотрудничества (АТЭС). Так, инвесторы позитивно восприняли решение стран «большой двадцатки» о продолжении мер стимулирования экономики и утверждение годичного графика реализации конкретных мер по достижению устойчивого роста.

Годовые же максимумы индекс РТС, локально превышавший отметку 1500 пунктов, обновил на фоне оптимизма на всех мировых фондовых площадках из-за ослабления доллара после новостей с саммита стран АТЭС, а также на сильной статистике по розничным продажам в США. Оптимизм на мировых площадках был вызван заявлениями АТЭС о намерениях сохранять меры по поддержке экономики вплоть до наступления «долговременного» периода роста.

Кроме того, мировые цены на нефть превысили отметку 80 долларов за баррель вследствие падения американского

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



Источник: ММВБ.

доллара (евро в этот период торговался в диапазоне 1,49–1,50/доллар), информации о том, что из-за урагана Ида компании BP и Chevron сократили добычу нефти в Мексиканском заливе, а также ожиданий увеличения спроса на «черное золото» по мере восстановления мировой экономики и еженедельных данных о сокращении запасов нефти в США.

Коррекция рынка

Спусковым крючком для начала снижения российского рынка акций стала слабая статистика с рынка недвижимости США (число новостроек в США в октябре упало на 10,6% при прогнозах роста на 1,7%, а число разрешений на строительство жилья сократилось при прогнозах повышения). По мнению аналитиков, причиной ухудшения ситуации на американском рынке жилья стало истечение срока правительственной программы по снижению налогов для людей, впервые покупающих недвижимость, а также беспокойство американцев относительно роста безработицы.

В дальнейшем коррекционные настроения были «подогреты» и заявлениями главы Европейского ЦБ Жан-Клода Трише о постепенном выводе из экономики еврозоны лишней ликвидности, чтобы не допустить роста инфляции. По его словам, экономика не нуждается в таком объеме стимулов, которые были предоставлены ей ранее.

Активизации продавцов способствовали также заявления министра финансов РФ Алексея Кудрина о том, что подъем фондового рынка в текущем году носит спекулятивный характер и индексы завышены.

В конце месяца рынок акций РФ ощутимо просел на новостях о Dubai World, которые вызвали укрепление доллара и падение всех мировых фондовых и сырьевых площадок из-за опасений утраты доверия инвесторов к emerging markets. В частности, правительство Дубая обратилось к инвесторам с просьбой отсрочить погашение облигаций госфонда Dubai World на шесть месяцев. Было объявлено о намерении реструктурировать госфонд Dubai World, под контролем которого находятся порты, недвижимость, а также объекты в других сферах бизнеса. В результате, инвесторы были напуганы возможным крупнейшим дефолтом по суверенным облигациям с 2001 года, а также возросшими рисками новых дефолтов на рынках emerging markets.

Лишь несколько дней спустя заявление Центрального банка ОАЭ о готовности поддержать действующие в стране национальные и иностранные банки, которым грозят потери в связи с развитием ситуации вокруг Dubai World (для банков был открыт доступ к дешевым кредитам в рамках специальной программы) стабилизировало ситуацию на мировых рынках. И хотя в последний торговый день ноября фондовый рынок РФ частично отыграл потери, понесенные после заявлений Dubai World, тем не менее, падение в третьей декаде месяца не позволило российскому рынку акций попасть в группу лидеров по темпам роста среди emerging markets.

Лидерами повышения курсовой стоимости среди ценных бумаг, прошедших листинг на ФБ ММВБ, в ноябре стали акции РАО «ЕЭС Востока» (+43%), «МРСК Северо-Запада» (+36%), «МРСК Волги» (+32%), префы «Сбербанка РФ» (+28%), обыкновенные акции «Системы» (+22%), «МРСК Центра» (+19%) и «ФСК ЕЭС» (+18%). В свою очередь группу падения возглавили бумаги «ОГК-2» (-18%), «ТГК-9» (-18%), «ТГК-6» (-17%), «ОГК-6» (-15,5%), группы «Разгуляй» (-14%) и «Московской ГТС» (-14%).

Привилегированные акции «Сбербанка России» обновили в ноябре годовые максимумы в преддверии их включения с 1 декабря в расчет индекса MSCI Russia. В то же время падение акций «Транснефти» (за месяц они снизились в цене на 13,5%) и «Ростелекома» (обыкновенные и привилегированные бумаги потеряли 6%) было следствием исключения их из расчета этого индекса.

Евробонды устояли

Цены российских еврооблигаций в ноябре также достигли годовых максимумов. Пик роста, как и на рыке акций, пришелся на 18 ноября. В этот день котировки отечественных тридцатилетних еврооблигаций вплотную приближались к отметке 114,5% от номинала, а их доходность опустилась до 5,18% годовых. При этом спред российских бумаг к доходности американских казначейских облигаций (US Treasuries) опускался до 180 базисных пунктов.

Позитивные настроения на рынке формировались благодаря хорошему внешнему фону, в частности, росту цен на товарных рынках и высокому «аппетиту к риску». В условиях, когда российский сегмент рынка все еще оставался дешевле по отношению к бумагам других emerging markets, происходило дальнейшее сокращение спреда российских бумаг, причем на более значительную величину, чем в среднем по развивающимся рынкам.

Серьезный разворот на рынке произошел 19 ноября, когда стали активно

Спусковым крючком для начала снижения российского рынка акций стала слабая статистика с рынка недвижимости США. Активизации продавцов способствовали также заявления министра финансов РФ Алексея Кудрина о том, что подъем фондового рынка в текущем году носит спекулятивный характер и индексы завышены.

Снижение ставок ЦБ РФ способствует также сокращению привлекательности операций «керри-трейд» с рублем, однако уровень этих ставок все равно остается значительно более высоким в сравнении со ставками в США, еврозоне и Японии.

снижаться мировые фондовые и товарные рынки. Основной причиной падения стало общее ухудшение мировой конъюнктуры и снижение «аппетита к риску», которые были вызваны, в частности, заявлениями главы ЕЦБ Жан-Клода Трише о постепенном выводе из экономики еврозоны лишней ликвидности, а в самом конце месяца падение было вызвано уже «дубайским фактором».

Тем не менее значительных продаж еврооблигаций России не было, и котировки наиболее ликвидного тридцатилетнего выпуска суверенных евробондов к концу месяца находились на уровне 112,75% от номинала (рост за месяц на 1,65%). Доходность отечественных бумаг снизилась с уровня 5,71% годовых до 5,42% годовых. При этом изменение спреда этих бумаг к десятилетним US Treasuries было незначительным, и в конце ноября он сохранился у отметки 220 базисных пунктов.

Российский рубль пострадал больше других

Российский рубль в ноябре умеренно снизился по отношению к бивалютной корзине на фоне роста неопределенности на глобальных рынках и неустойчивости мировых цен на нефть. За месяц курс доллара на торговой сессии ММВБ расчетами «завтра» вырос на 15,5 копейки — до 29,24 руб./доллар. Курс евро расчетами «завтра» при этом поднялся на 1 рубль, составив в конце ноября 43,98 руб./евро.

Стоимость бивалютной корзины (индикатор, включающий 0,55 доллара и 0,45 евро) выросла по итогам месяца на 54 копейки – до уровня 35,87 рубля. Бивалютная корзина увеличилась в ноябре впервые за три месяца. В октябре корзина снизилась на 96 копеек — до 35,33 рубля, в сентябре снижение ее стоимости было еще более значительным — на 1,7 рубля.

В начале ноября корзина продолжала медленно снижаться вплоть до середины месяца — 17–18 ноября индикатор вплотную приближался к отметке 35 рублей, держась при этом на минимальном уровне с декабря 2008 года. Ситуация на рынке стала меняться после того, как ЦБ РФ дал понять, что не заинтересован в дальнейшем снижении стоимости бивалютной корзины, а на мировых рынках пошла первая волна отрицательной коррекции. Снижение рубля усилилось в последние дни ноября после сообщений о проблемах государственного инвестфонда Дубая — индикатор поднимался до 36,5 рубля (максимума почти за два месяца).

Привлекательность рубля для международных спекулянтов стала в конце осени серьезной заботой ЦБ РФ, не заинтересованного в избыточном притоке спекулятивного капитала. Представители Банка России в ноябре неоднократно высказывали беспокойство в отношении постоянного укрепления рубля, позволяющего спекулянтам получать прибыль от операций «керри-трейд». В частности, первый зампред ЦБ РФ Алексей Улюкаев объявил о дополнительных мерах, способствующих снижению предсказуемости валютного рынка.

Кроме того, Банк России снизил с 25 ноября ставку рефинансирования и процентные ставки по операциям, проводимым ЦБ РФ на денежном рынке, на 0,5 процентного пункта; ставка рефинансирования была снижена до 9% годовых, минимального уровня с 90-х годов. Минимальная ставка однодневного РЕПО для ежедневных аукционов ЦБ, которая является индикатором реальной стоимости денег на российском рынке, была уменьшена с 6,75 до 6,25% годовых. Ставки снижены для повышения доступности кредитных ресурсов и стимулирования конечного спроса на товары и услуги.

Снижение ставок ЦБ РФ способствует также сокращению привлекательности операций «керри-трейд» с рублем, однако уровень этих ставок все равно остается значительно более высоким в сравнении со ставками в США, еврозоне и Японии. В то же время неопределенность на глобальных рынках является дополнительным фактором сокращения позиций «керри-трейдеров». ◻

Аркен Арыстанов
председатель Агентства РК по регулированию деятельности регионального финансового центра города Алматы (АРД РФЦА)

Региональный финансовый центр

Руководство Казахстана поставило амбициозную цель — войти к 2015 году в «десятку» финансовых центров Азии

Для развития финансового рынка в Казахстане предприняты значительные усилия — сформирован региональный финансовый центр, учрежден специальный финансовый суд, принято законодательство, позволяющее использовать исламское финансирование, начала работать «Евразийская торговая система».

Ситуация на национальном финансовом рынке остается напряженной, однако преодоление кризиса не отменяет необходимости ставить амбициозные цели.

Перед Казахстаном стоит серьезная цель — войти к 2015 году в «десятку» финансовых центров Азии. Для того чтобы понять, как добиться поставленной цели, мы оценили текущее состояние нашего финансового рынка.

Исходные позиции

В региональном рейтинге финансовых рынков Казахстан идет сразу после России, но объемы нашего рынка малы. На Казахстанской фондовой бирже обращаются акции с общим объемом более 56 млрд долларов. Это хороший объем, но его структура не вполне удовлетворительна, поскольку бумаги четырех компаний составляют более 64%. Кроме того, в кризис капитализация нашего рынка акций упала со 100 до 25 млрд долларов.

При анализе факторов, способствующих развитию финансового рынка страны учитывался ряд серьезных шагов, предпринятых в Казахстане за последнее время. Одним из них является созданная в стране структура регионального финансового центра (РФЦ). Работа через РФЦА дает несомненные преимущества: легкий въезд в страну нерезидентов, быструю регистрацию фирм, налоговые льготы (введены по образцу тех, что существуют в Сингапуре, Гонконге, Дубае). С 2009 года вступил в силу новый Налоговый кодекс, согласно которому налоговые льготы, ранее действующие на специальной торговой площадке

В этой статье:

Предпосылки формирования регионального финансового центра в Казахстане.

Запуск товарной биржи.

Мероприятия по внедрению исламского финансирования.

Основные направления диверсификации финансового рынка.

РФЦА, стали распространяться на весь фондовый рынок. Среди этих льгот нулевая ставка подоходного налога на прирост стоимости ценных бумаг, на дивиденды по акциям, на вознаграждение по долговым бумагам, на дивиденды или доходы инвестиционных фондов. Эти льготы касаются ценных бумаг, находящихся в официальном списке фондовой биржи.

В РФЦА предусмотрено возмещение затрат на аудит для эмитентов финансовых инструментов, допущенных на фондовую биржу.

В нашем региональном центре создан специализированный финансовый суд. Судопроизводство здесь ведется на английском, русском, казахском языках. Решения специализированного финансового суда можно обжаловать в Верховном суде РК, но мы стремимся к тому, чтобы их рассматривал Арбитражный суд (более подробно о работе финансового суда см. с. 34–36, текущего номера ВН).

Для того, чтобы все это стало возможным, были внесены изменения в 16 законов, в том числе Гражданский кодекс РК.

Одна из целей этих изменений состоит, в частности, в том, чтобы город Алматы получил возможность стать центром исламских финансов (более подробно о исламском финансировании в Казахстане см. Вестник НАУФОР №11 с. 36–39).

При РФЦА созданы несколько дочерних структур: академия, АО по развитию и совершенствованию инфраструктуры рынка, рейтинговое агентство.

«Евразийская торговая система»

Еще одна предпосылка для развития нашей финансовой системы — в стране создана товарная биржа «Евразийская торговая система».

Первый закон о товарных биржах появился в Казахстане в 1991 году. Однако с течением времени его нормы устарели. Закон, например, разрешал создавать биржи в любой организационно-правовой форме. Это привело к тому, что большинство из ныне действующих товарных бирж (их около десяти) являются ТОО. Требования к уставному капиталу товарищества невысоки, поэтому биржи слабо капитализированы и, по сути, являются всего лишь информационными посредниками в цепочке «продавец-покупатель».

Инициатором разработки нового варианта закона «О товарных биржах» выступило Министерство индустрии и торговли Республики Казахстан. Законопроект принят в мае 2009 года.

Создание ЕТС — новый этап биржевой торговли в РК. ЕТС — совместный проект Казахстана и России. Его учредителями выступают, с одной стороны, РФЦА, с другой — «Фондовая биржа РТС».

Выбор РТС был обусловлен тем, что мы искали партнера, который бы помог нам быстро, эффективно и профессионально организовать торги товарными деривативами.

Если посмотреть на мировой рынок, то, допустим, для Чикагской товарной или для Лондонской биржи мы пока не представляем интереса. Кроме того, и в Чикаго, и в Лондоне товарные биржи организовывались 150–200 лет назад. Люди, которые работают там сейчас, являются просто менеджерами. Они не создавали биржевые механизмы, а лишь используют то, что уже работает. Перед нами же стояла задача — создать биржу именно с нуля. При этом реальными возможными партнерами на постсоветском пространстве мы рассматривали московские биржи.

Переговоры с ММВБ не принесли результатов. А вот РТС отреагировала на наше предложение гибко и оперативно. Кроме того, нам импонировало, что те люди, с которыми мы ведем переговоры, сами создавали Российскую торговую систему и прошли весь сопряженный с этим путь проб и ошибок.

Так был выбран партнер. И мы считаем, что у нашего тандема имеется хороший потенциал развития. А потом можно будет совместно выйти и на другие рынки — в том числе, на биржи Чикаго или Лондона.

Кстати, как показала практика, во время кризисов товарные рынки растут.

Биржа ЕТС ориентирована на проведение спотовых и срочных торгов. Участниками торгов на ЕТС являются конечные потребители продукции, товарные и фондовые брокеры из России,

Казахстана и других стран СНГ и ближнего зарубежья.

Торги на товарной бирже «Евразийская торговая система» стартовали в марте текущего года. Первым товаром, запущенным в обращение, стала пшеница третьего класса, хранящаяся в элеваторах Республики Казахстан.

По состоянию на 1 ноября 2009 года объем торгов на спот-рынке составил 5 413 млн тенге.

Приоритетным направлением деятельности ЕТС станет проведение биржевых торгов срочными товарными контрактами. Первые торги по секции срочного рынка прошли 30 сентября текущего года. Объем торгов на 1 ноября 2009 года составил 176 078 тыс. тенге.

Наличие в Казахстане товарных бирж с развитой инфраструктурой, как мы рассчитываем, поможет продвинуть отечественный рынок на более высокий уровень организации торгов биржевыми товарами.

Исламское финансирование

В декабре в стране начинает работать первый исламский банк «аль-Хилял Банк Казахстан».

Мировой финансовый кризис стал испытанием для всей классической финансовой системы. Он показал, что высокорисковые финансовые инструменты могут быть опасны. В этой ситуации многие специалисты обратили внимание на альтернативные источники финансирования. Одним из них является система исламского финансирования, поскольку ее основной отличительной чертой является относительно низкий уровень риска.

С инструментами исламского финансирования работают не только в Дубае, Бахрейне и Куала-Лумпуре, но также в Лондоне, Люксембурге, Париже, Гонконге, Токио и прочих крупных финансовых центрах, расположенных в далеких от ислама странах. Это подтверждает тенденцию последних лет — доверять надежности исламских финансовых инструментов.

Казахстан первым на пространстве СНГ и Центральной Азии предпринял меры по внедрению исламского финансирования на законодательном уровне. Сегодняшняя законодательная база РК позволяет обращение основных исламских финансовых инструментов.

Диверсификация финансового рынка

Еще один шанс для прорыва дает нам то обстоятельство, что у нас произошла диверсификация эмитентов (по состоянию на 1 ноября 2009 года их количество составило 130). Наша задача — увеличить их количество минимум до 170 к 2011 году.

Два выпуска еврооблигаций разместил на фондовом рынке Казахстана Евразийский банк развития. Мы рассчитываем, что к нам придут и российские эмитенты. Определенные планы у нас связаны также с перспективами появления инвесторов из Киргизии, других стран СНГ, а также Китая. Нам хотелось бы добиться появления критической массы как инвесторов, так и эмитентов. В частности, мы стремимся к тому, чтобы доля иностранных инвесторов в торгах увеличилась до 25% к 2011 году.

Мы ставим себе еще одну задачу — добиться появления критической массы не только иностранных, но также национальных инвесторов, в том числе розничных.

Для этого следует повышать финансовую грамотность населения. Государство разработало соответствующую программу и выделило для этой цели 50 млн долларов. Программа по повышению инвестиционной культуры и финансовой грамотности населения РК рассчитана до 2011 года и реализуется Агентством по регулированию деятельности РФЦА. Хочется быть уверенным, что в дальнейшем повышение финансовой грамотности станет самоокупаемым занятием, и что в результате владеть акциями будет не менее 10% населения Казахстана.

В частности, увеличить количество частных инвесторов помогла бы новая программа приватизации «голубых фишек». Мы внимательно изучали опыт российских «народных» IPO и пришли к выводу, что, по сути, они были обычными коммерческими размещениями акций. Народным может считаться размещение, в котором широкие слои населения получают акции национальных компаний на 20-30% дешевле рыночной цены. Мы надеемся, что наше государство найдет возможности для того, чтобы провести действительно народные размещения. Если это случится, то структура инвестирования наших граждан кардинально изменится.

Сейчас жители РК вкладываются в основном в недвижимость, валюту и банковские депозиты. Мы бы хотели, чтобы часть сбережений домохозяйств Казахстана инвестировалась на фондовом рынке.

* * *

Казахстан пережил сложную фазу кризиса, и ситуация на национальном финансовом рынке остается напряженной. Мы разрабатываем посткризисные меры, думаем о посткризисной архитектуре казахстанского финансового рынка, изучаем рекомендации G20, ждем реакции от МВФ и Базельского комитета.

Однако преодоление кризиса не отменяет необходимости ставить амбициозные цели. ◻

В ответ на кризис

Кардинальное изменение регулирования финансовых рынков провозглашено одним из приоритетов администрации Барака Обамы в борьбе с финансовым кризисом. Большинство демократов считает, что кризис явился результатом слабого регулирования финансовой индустрии в период президентства Джорджа Буша.

Палата представителей конгресса США 11 декабря 2009 года после острых трехдневных дебатов приняла закон, усиливающий государственное регулирование американской финансовой системы. За принятие закона проголосовало 223 конгрессмена, против — 202. Никто из республиканцев, подвергших проект острой критике, не проголосовал в его поддержку, в то же время 27 демократов проголосовали против.

Дебаты в конгрессе продемонстрировали различный подход к оценке роли регуляторов в капиталистической экономике. Демократы полагают, что более активное вмешательство государства необходимо для предотвращения финансового коллапса в будущем и для защиты потребителей. Спикер палаты представителей Нэнси Пелоси сказала: «Смысл нашего послания Уолл-стриту совершенно ясен. Вечеринка закончилась и больше никогда не повторится». Республиканец Скотт Гарлет возразил: «В результате действия закона будет лишь создана гигантская бюрократическая организация, снижающая доступность кредитов. Закон также приведет к уничтожению рабочих мест».

Палата представителей переписала правила регулирования финансовых рынков, имея в виду ограничить операции крупнейших банков и ослабить влияние ФРС. Принятый закон призван уменьшить риски краха экономики в результате банкротства одного или двух крупных банков либо инвестиционных корпораций. Он вносит существенные изменения в широкий круг бизнес-практик: от ипотечных брокеров до трейдеров Уолл-стрит.

Крупные финансовые корпорации, такие, как Goldman Sachs и J.P. Morgan, должны будут заплатить миллиарды долларов, а их операции подвергнутся новым ограничениям.

Билль впервые дает конгрессу возможность проводить аудит монетарной политики ФРС, находившейся до сих пор вне зоны политического контроля.

Разработчики закона, представители демократической партии, утверждают, что этот закон представляет собой самое значительное изменение в регулировании деятельности Уолл Стрит со времен Великой депрессии. По их мнению, он является сбалансированным решением, которое, с одной стороны, позволяет защитить общество, а с другой, не препятствует экономическому росту и не ограничивает рыночные отношения. Конгрессмен Барней Франк, главный архитектор законопроекта, сказал после голосования: «Мы имеем теперь свод правил, которые позволят наиболее продуктивной части свободного рынка и, в особенности, финансовой системе исполнять свое назначение при одновременном уменьшении возможностей злоупотребления».

Конгрессмены-республиканцы, а также часть демократов указывали на то, что закон дает государству слишком большую власть вмешиваться в деятельность финансовой индустрии: определять ставки по ипотеке, регулировать выпуск кредитных карт и других финансовых продуктов, ранее не подлежавших государственному регулированию.

Законом предусматривается создание при Федеральной корпорации страхования депозитов специального фонда в размере 150 млрд долларов для компенсации потерь в финансовом секторе.

Этот фонд будет формироваться за счет взносов крупных финансовых институтов. Демократы подчеркивают, что в этом случае для оказания помощи компаниям будут использоваться деньги корпораций, а не налогоплательщиков.

Закон дает акционерам право голоса по поводу экстраординарных компенсаций и создает Consumer Financial Protection Agency, которое будет издавать обязательные правила и проверять банки на соответствие требованиям защиты потребителей в области ипотеки, кредитных карт и других финансовых продуктов.

Закон дает право разделять крупные финансовые компании, если регулятор сочтет, что их существование угрожает стабильности финансовой системы.

Крупный финансовый бизнес стремится не допустить окончательного принятия закона, особенно создания агентства по защите потребителей. Принятый палатой представителей конгресса закон должен пройти еще процедуру рассмотрения в Сенате США в начале следующего года, где предстоят сложные переговоры. Тем не менее администрация президента США рассчитывает на то, что закон будет принят в первой половине 2010 года.

Использованы материалы New York Times, Financial Times, Wall Street Journal.

Владимир Кузнецов

Первый в СНГ

Создание финансового суда в Казахстане позволило максимально упростить судопроизводство для участников РФЦА

Мировой опыт свидетельствует, что одним из важнейших условий развития финансового центра, позволяющим значительно повысить инвестиционную привлекательность страны, является наличие независимых судебных органов, специализирующихся на финансовых спорах.

В 2006 году Указом Президента Республики Казахстан был учрежден Специализированный финансовый суд.

Первый финансовый суд на территории СНГ был создан в Казахстане в рамках реализации проекта по созданию Регионального финансового центра города Алматы (РФЦА). В 2006 году Указом Президента Республики Казахстан был учрежден Специализированный финансовый суд в городе Алматы (финансовый суд), уполномоченный рассматривать гражданско-правовые споры участников РФЦА. Создавая данную структуру, Казахстан продемонстрировал международному инвестиционному сообществу стремление к обеспечению квалифицированной и беспристрастной защиты прав участников финансового центра с учетом специфики рынка ценных бумаг и финансовых услуг.

Мировой опыт

Аналогичных финансовых судов в СНГ пока не существует, а в мире схожих по своей природе судов насчитывается лишь несколько. В связи с этим созданию финансового суда в Казахстане предшествовала предварительная кропотливая работа по изучению судебной и регулятивной систем зарубежных стран и действующих финансовых центров в Великобритании, Ирландии, Сингапуре, Малайзии.

В Лондоне действует коммерческий суд, где работают 12 коммерческих судей, каждый из которых специализируется по определенной теме. Коммерческие суды Лондона рассматривают споры, возникшие в рамках международных договоров, коммерческих перевозок, страхования и торговли. В Казахстане, как и в Лондоне, жюри

В этой статье:

Финансовые суды за рубежом.

Правовая основа функционирования финансового суда в РК.

Корпус судей финансового суда РК.

Перспективы развития финансового суда.

присяжных отсутствует, решение принимает только судья.

В Германии существует система финансовых судов, представленная в каждом немецком регионе и возглавляемая Федеральным финансовым судом в Мюнхене. Юрисдикция данных судов ограничена рассмотрением налоговых споров и дел, связанных с таможенными сборами.

Финансовые суды некоторых стран существенно ограничены в полномочиях. Например, созданный в Китае в 2008 году финансовый суд Шанхая находится под юрисдикцией регионального Народного суда, а рассмотрение финансовых преступлений ограничено лимитом 7,4 млн долларов.

Суды финансовых центров в Сингапуре и Дублине имеют более широкую юрисдикцию и могут применять законодательство страны расположения либо законодательство, выбранное участниками контракта. Этим судам подсудны и другие вопросы, выходящие за рамки коммерческого законодательства, но возникшие на территории финансового центра или с одним из его участников. В отличие от данных судов, в казахстанском финансовом суде действует только законодательство Республики Казахстан.

Юрисдикция финансового суда

Создание финансового суда в Казахстане позволило максимально упростить судопроизводство для участников РФЦА — профессиональных участников рынка ценных бумаг, осуществляющих брокерскую и/или дилерскую деятельность, обладающих свидетельством о государственной регистрации юридического лица и лицензией для работы на рынке ценных бумаг.

Суд осуществляет свою деятельность в соответствии с Конституцией Республики Казахстан, Конституционным законом Республики Казахстан «О судебной системе и статусе судей Республики Казахстан», Указом Президента Республики Казахстан «Об образовании специализированного финансового суда в городе Алматы» и иными нормативными правовыми актами.

Финансовый суд преимущественно разрешает споры финансового, налогового характера, то есть гражданские дела, связанные с осуществлением брокерской/дилерской деятельности.

Создание финансового суда в Казахстане позволило максимально упростить судопроизводство для участников РФЦА — профессиональных участников рынка ценных бумаг, осуществляющих брокерскую и/или дилерскую деятельность, обладающих свидетельством о государственной регистрации юридического лица и лицензией для работы на рынке ценных бумаг.

Хотя, конечно, данному суду подсудны также и дела, связанные с земельными, трудовыми спорами, спорами по вопросам договорных обязательств. Основным признаком для отнесения споров к подсудности данного суда является, как уже говорилось выше, наличие в качестве одной из сторон в споре участника РФЦА.

Финансовый суд по статусу приравнен к областному суду. Это означает, что все его решения в случае обжалования, опротестования будут рассматриваться непосредственно в Верховном суде Республики Казахстан. Тем самым создание суда устранило одну из судебных инстанций в разрешении гражданских споров, поскольку финансовый суд, который будет рассматривать дела в качестве суда первой инстанции, объединил в себе функции районного и областного судов. Эта мера, направлена на максимальное упрощение судопроизводства, что немаловажно для потенциального инвестора, заинтересованного в быстром и своевременном разрешении спора в судебных инстанциях.

Юрисдикция финансового суда носит экстерриториальный характер, охватывая всю территорию Республики Казахстан, независимо от места происшествия оспариваемого факта или местонахождения ответчика.

С дальнейшим развитием фондового рынка страны и выходом Казахстана на мировые рынки капитала имеются все перспективы для плавного преобразования финансового суда, как гаранта защиты законных интересов инвесторов, юридических и физических лиц, в международный суд.

Для инвестиционной привлекательности финансового центра, основной целью которого является, в частности, обеспечение интеграции казахстанского рынка ценных бумаг в международный финансовый рынок и создание благоприятных условий для привлечения инвестиций, судопроизводство в новом суде ведется не только на государственном или русском языках, но и на английском. Тем самым достигается главный результат — максимальное упрощение судопроизводства. Любой иностранный инвестор, пожелавший зарегистрироваться в финансовом центре, изначально будет знать, что в случае возникновения споров, судопроизводство может вестись на английском языке.

В этой связи состав судей, а также специалистов суда сформирован из числа высокопрофессиональных юристов, свободно владеющих английским языком, многие из них прошли соответствующую стажировку за рубежом — в США, Южной Корее, Великобритании и Нидерландах. Специально для судей финансового суда разработана программа обучения за рубежом в ведущих финансовых центрах мира, а также организация конференций и обучающих семинаров в городе Алматы с участием известных судебных работников финансовых судов из Великобритании, Ирландии, Малайзии и Сингапура. Таким образом, налажена четкая система информационного обмена с зарубежными коллегами из развитых стран, где процессуальный опыт рассмотрения финансовых споров более глубокий. Стоит отметить, что судьи финансового суда имеют опыт работы и в финансовой сфере, что позволяет компетентно рассматривать финансовые споры с учетом их специфики.

Судьи назначаются на должность Президентом Республики Казахстан по рекомендации Высшего судебного совета Республики Казахстан. Суд возглавляет председатель, назначаемый на должность и освобождаемый от должности президентом страны.

Свою работу судьи финансового суда проводят в тесном взаимодействии с Агентством по регулированию деятельности РФЦА, разработана программа совместных мероприятий, в конечном счете направленных на развитие рынка ценных бумаг и инвестиционной привлекательности РФЦА. Путем консультаций и обсуждений на совместных заседаниях рабочих групп финансового суда и Агентством по регулированию деятельности РФЦА с участием представителей АФН, акционерных обществ, брокерских и (или) дилерских организаций подготовлен ряд законопроектов о внесениии изменений и дополнений в действующие законодательные акты, касающиеся финансовой сферы, деятельности хозяйствующих субъектов и гражданского процессуального права.

В июле текущего года в казахстанское законодательство были внесены изменения и дополнения, направленные на расширение компетенции финансового суда. В частности, к компетенции суда отнесено рассмотрение гражданских дел о реструктуризации финансовых организаций.

Перспективы развития

Финансовый суд призван способствовать развитию Алматы как крупного регионального центра финансовой и деловой активности. С дальнейшим развитием фондового рынка страны и выходом Казахстана на мировые рынки капитала имеются все перспективы для плавного преобразования финансового суда, как гаранта защиты законных интересов инвесторов, юридических и физических лиц, в международный суд наряду с общепризнанными международными коммерческими судами.

По материалам Специализированного финансового суда в городе Алматы ◻

Свою работу судьи финансового суда проводят в тесном взаимодействии с Агентством по регулированию деятельности РФЦА, разработана программа совместных мероприятий, в конечном счете направленных на развитие рынка ценных бумаг и инвестиционной привлекательности РФЦА.

Ведущие биржи и СРО: новый этап взаимодействия

Две основные российские фондовые биржи — ММВБ и РТС, а также две саморегулируемые организации — НАУФОР и НФА — подписали соглашение об обмене информацией.

Документ предполагает взаимодействие сторон в следующих направлениях:

— разработка общих принципов управления рисками при проведении торгов (как на фондовых биржах, так и на внебиржевом рынке), сбор и анализ отчетности профессиональных участников рынка ценных бумаг;
— разработка стандартов деятельности членов НАУФОР и НФА, а также участников торгов ММВБ и РТС, которые не являются членами СРО;
— разработка примерных условий договоров РЕПО и стандартов, связанных с совершением таких сделок;
— проведение совместного контроля и проверок по вопросам соглашения.

Глава НАУФОР Алексей Тимофеев отметил, что та фрагментарность информации, с которой сейчас сталкиваются биржи, может быть компенсирована только через взаимодействие между ними. «Нельзя быть финансово стабильным на одной бирже и финансово нестабильным на другой. Нельзя быть финансово стабильным для СРО и не быть финансово стабильным для ФСФР. Финансовая организация либо финансово устойчива, либо не устойчива», — подчеркнул он. А. Тимофеев заявил также, что для саморегулируемой организации также важен обмен информацией с биржами, поскольку ей нужно оценивать надежность участников, особенно когда заработает механизм компенсационных выплат на финансовом рынке.

Как считает председатель правления РТС Роман Горюнов, подписанное соглашение позволит биржам улучшить свои системы управления рисками. Обмениваясь информацией, биржи смогут более полно судить о состоянии участника торгов и его надежности.

Основным моментом является взаимодействие бирж при сборе и анализе отчетности профучастников. Последние, торгуя одновременно на двух биржах, вынуждены в настоящее время сдавать отчетные документы на обе фондовые площадки. А, кроме того, предоставлять их в ФСФР. Троекратное дублирование отчетности увеличивает издержки брокеров. Кроме того, у одной биржи нет информации по сделкам профучастника на другой торговой площадке, что значительно снижает эффективность работы бирж по анализу рисков.

По словам президента ММВБ Константина Корищенко, информация, связанная с деятельностью участников торгов, «в определенном смысле разнородна, и это различие создает проблему как для участников, так и для самих бирж. Вдобавок большое количество этой информации циркулирует в бумажном виде». Если биржи смогут ликвидировать «разнобой» и решат вопросы получения материалов в электронном виде, это станет большим подспорьем как для торговых площадок, так и для регулятора, «если он возьмет их за основу», добавил президент ММВБ.

Глава РТС Роман Горюнов подчеркнул, что любая система управления рисками строится на анализе отчетности профессиональных участников рынка, на анализе их действий, и этот анализ предполагает комплексный подход, поэтому и нужно учитывать операции профучастника на всех биржах.

При этом речь не идет об обмене методиками анализа рисков, которые используют РТС и ММВБ. Планируется выработать определенный список параметров, которые смогут объективно характеризовать деятельность профучастника торгов и станут общими для обеих бирж. Вопрос состоит в том, чтобы получить стандартные параметры, корректно характеризующие деятельность участников торгов, сказал Горюнов.

«Речь идет о стандартизации того, что можно и разумно стандартизировать», — добавил президент ММВБ.

Глава ФСФР Владимир Миловидов назвал подписанное соглашение «важным документом, помогающим наладить эффективную работу российских биржевых структур.

Я рассматриваю подписание такого соглашения между биржами как логическое звено в цепи событий, которые уже произошли, а частично еще последуют в будущем году. Эти события должны нас привести к формированию устойчивой и конкурентоспособной инфраструктуры российского финансового рынка», — подчеркнул г-н Миловидов.

Под знаком полумесяца

В Москве состоялась конференция «Исламское финансирование. Перспективы развития в России»

Последние годы интерес к исламскому финансированию растет во всем мире. Темпы роста исламских финансов составляют 25–30% в год. В России существует интерес как к розничному рынку исламских финансовых продуктов (поскольку в нашей стране проживает около 20 млн мусульман), так и к возможностям корпоративного заимствования на рынках исламских стран.

10 декабря в отеле Мариотт-Аврора состоялась международная конференция «Исламское финансирование: перспективы развития в России».

В конференции приняли участие представители государственных органов, академических кругов, религиозных, общественных и коммерческих организаций. На конференции присутствовали послы Саудовской Аравии, Кувейта, Ирака, Бахрейна, Марокко, Алжира, Нигерии, Малайзии, Индонезии, Казахстана и ряда других мусульманских стран.

Общие проблемы

Пленарное заседание было посвящено рассмотрению вопросов в рамках темы: «Состояние российского рынка и обзор текущей ситуации».

Было зачитано приветственное слово муфтия шейха **Равиля Гайнутдина**, председателя Совета муфтиев России, председателя духовного управления мусульман европейской части России «Россия и исламский мир. Точки взаимодействия». В приветственном слове муфтий остановился на основаниях и общих принципах исламского финансирования и подчеркнул, что оно предназначено не только для мусульман. Он также указал на необходимость подготовки кадров шариатских советников, которые нужны для экспертизы соответствия финансовых продуктов требованиям исламского законодательства. В настоящее время существует рабочая группа по исламскому финансированию при муфтиате. Равиль Гайнутдин предлагает создать более широкий профессиональный совет в этой области.

Г-н Гайнутдин отметил, что «исламская экономика, исламские финансы предназначены не только исключительно для мусульман. Плоды честной торговли, полезного труда и производства, финансирования, основанного на участии, а не процентах — все это, в первую очередь, должно делать более справедливыми взаимоотношения между людьми, будь то мусульмане, христиане, иудеи, буддисты, все другие люди».

Посол по особым поручениям МИД РФ **Константин Шувалов** отметил благоприятный общеполитический фон для внедрения исламского финансирования в России. Наша страна является государством-наблюдателем Организации Исламская конференция (ОИК), развиваются политические и экономические связи с мусульманскими странами. Посол указал, что для России особый интерес представляет опыт использования исламского финансирования в немусульманских странах.

Татьяна Гвилава, вице-президент комплекса внешних связей ОАО «Система Галс», директор авто-

номной некоммерческой организации «Российско-арабский деловой совет», рассказала о деятельности по активизации российско-арабского экономического сотрудничества. В настоящее время ведется активная работа по созданию российско-арабского банка. В частности, в Бахрейне работает совет по созданию совместного банка. Товарооборот России с арабскими странами превысил 10 млрд долларов (без учета туризма), и работа совместного банка создаст более благоприятные условия для предпринимателей из арабских стран и России. Г-жа Гвилава сказала, что нынешний финансовый кризис показал большую устойчивость исламской системы финансирования сравнительно с традиционной. Ее преимуществом также является ориентация на развитие малого и среднего бизнеса в реальной экономике.

Посол Люксембурга в Российской Федерации **Гастон Стронк** выступил с докладом о практике работы с исламскими финансовыми инструментами. Люксембург является пионером в этой области финансов в Европе. Первый исламский финансовый институт начал свою деятельность в Люксембурге в 1978 году, а в 1983 году появилась исламская страховая компания. В 2002 году на фондовой бирже Люксембурга начали обращаться исламские облигации (сукук). В настоящее время на бирже прошли листинг 15 выпусков сукук на общую сумму свыше 7,3 млрд долларов. В Люксембурге присутствуют 38 инвестиционных фондов, основывающих свою деятельность на принципах шариата, что составляет 7% этого рынка во всем мире. Правительство Люксембурга оказывает законодательную и регулятивную поддержу продвижению исламских финансовых продуктов.

Вице-президент Ассоциации региональных банков «Россия» **Олег Иванов** остановился на перспективах развития исламского банкинга в России. В этой проблеме есть две составляющих – оптовая и розничная. Дело в том, что 40% населения России не имеет возможности воспользоваться финансовыми услугами, поэтому может быть полезен накопленный в исламских странах опыт микрофинансирования. Внедрение розничных исламских финансовых продуктов имеет хорошую перспективу в десяти регионах компактного проживания исповедующего ислам населения. Например, в Татарстане действует 300 филиалов банков и 60 региональных финансовых организаций, которые могут продвигать исламские финансовые продукты. Надо отметить, что, по данным банковских организаций, исламские заемщики в 2,5 раза аккуратнее обслуживают кредитную задолженность, чем население в среднем.

России трудно тягаться с Люксембургом и Великобританией, крупными международными центрами исламских финансов. Для нас наибольший интерес представляет опыт Германии, где проживает более 3 млн мусульман. Из них, судя по опросам, готовы вкладывать денежные средства в исламские финансовые продукты 5%, что создает рынок с годовым оборотом около 1,5 млрд евро.

Таким образом, можно сказать, что мы располагаем сетью банковских учреждений и представлением об исламских финансовых продуктах, которые могут быть внедрены на отечественном рынке. Нужно решить две проблемы: 1) готовить потребителей, вести среди них разъяснительную работу; 2) также необходима настройка нормативной базы. Такие инструменты, как мурабаха (продажа активов в рассрочку) и иджара (лизинг), требуют лишь внесения изменений в нормативные акты ЦБ и согласования с Минфином.

Следует отметить, что наши соседи, Казахстан и Киргизия, уже приняли изменения в законодательство, дающие возможность беспрепятственного внедрения исламских финансовых инструментов. Президент Казахстана Нурсултан Назарбаев заявил, что через пять лет шестая часть финансов страны должна быть исламской.

Хайрул Низам Муниер, глава торговой миссии Малайзии в Москве, подвел итоги развития исламских финансов в Малайзии за последние 20 лет и остановился на перспективах их дальнейшего развития. В своей презентации г-н Низам указал на пять основных моментов на современном этапе развития исламских финансов: 1) создание финансовых продуктов, конкурентных с неисламскими; 2) расширение рамок исламского финансирования и создание более сложных продуктов в области банкинга, такафул-страхования и сервиса; 3) усиление роли правительства и регуляторов в развитии исламского финансирования; 4) рост важности исламских институтов в мировых финансах; 5) развитие человеческого капитала в исламских финансах, которое выражается в нарастающем значении образования, специальной подготовки и исследований в этой области.

Эндрю Бэрд, партнер компании «Berwin Leighton Paisner», представил доклад «Исламское банковское дело и финансирование

в Великобритании». Лондон — крупнейший в мире исламский финансовый центр, что является результатом политики, проводимой уже почти 20 лет правительством Великобритании и ее финансовыми институтами. На британском рынке факторами развития является спрос со стороны мусульманского населения Великобритании. Успехи Великобритании на мировом исламском финансовом рынке являются результатом высокого профессионализма и компетенции, а также грамотного регулирования. Стратегия Агентства по финансовому регулированию и надзору (FSA) основывается на взаимодействии и сотрудничестве с заинтересованными финансовыми учреждениями, а также на гибкости и прозрачности. Основной принцип — «никаких препятствий, никаких привилегий». Налогообложение строится по принципу отсутствия налоговых преимуществ и послаблений при налогообложении продуктов, соответствующих нормам шариата, по сравнению с аналогичными традиционными банковскими продуктами. Клиентам обеспечивается отсутствие какой-либо неопределенности или налоговых потерь при приобретении исламских финансовых инструментов.

В настоящее время в Великобритании действует пять регулируемых исламских финансовых организаций, а во множестве обычных банков открыты подразделения по исламским финансам.

Правовые аспекты

Правовые аспекты при использовании исламских финансовых инструментов представляли участники рабочей группы по альтернативным (исламским) финансовым институтам и продуктам при муфтиате.

Мадина Калимуллина, начальник отдела экономических программ Совета муфтиев России, поделилась результатами социологического исследования «Востребованность исламских финансовых продуктов и институтов среди населения России». Осведомленность мусульманского населения нашей страны об исламских финансовых продуктах невелика. Об основных продуктах (мушарака, мудараба, сукук) знают лишь 5% опрошенных, о ПИФах-халяль не слышало 77%. В ответах многие отмечали, что инвестировали бы в соответствии с религиозными принципами, так что необходимо просвещение потенциальных клиентов.

Александр Тузенко, юрист компании «Нортон Роуз», остановился на определении и природе основных типов контрактов, соответствующих требованиям шариата. Мудараба — инвестиционное соглашение (доверительное соглашение), при котором группа инвестора предоставляет денежные средства партнеру, занимающемуся управлением проекта на основе имеющегося у него опыта. Это основной вид инвестиционного счета в исламском банке, он используется Исламским банком Великобритании в качестве текущего счета физических лиц. Мушарака — совместное участие (предприятие). При контракте типа мушарака прибыль распределяется в соответствии с договоренностью, а убытки делятся пропорционально внесенному капиталу. Г-н Тузенко полагает, что договорные конструкции мудараба и мушарака могут быть использованы в рамках действующего гражданского законодательства России, основываясь на принципе свободы договора.

Егор Батанов, старший юрист «Нортон Роуз», рассмотрел налоговые последствия контрактов мушарака и мудараба. Он остановился на аспектах перехода права собственности на имущество; движении капитала; возникновении и распределении прибыли (убытка).

Юрий Туктаров, управляющий партнер компании «Авакян, Туктаров и партнеры», изложил проблемы, возникающие при использовании контракта мурабаха, который представляет собой сделку, при которой банк приобретает необходимый заемщику актив и продает его с отсрочкой платежа. Так как по российскому законодательству банки не вправе заниматься торговой деятельностью (кроме особо оговоренной), то необходимо использование специального инструментария.

Алексей Кузнецов, партнер компании «Ernst & Young», указал на налоговые последствия сделок мурабаха. Наиболее эффективным решением возникающих по российскому законодательству проблем, по его мнению, является структурирование сделок с участием зарубежных юрисдикций.

Ренат Беккин, старший научный сотрудник Института Африки РАН, ведущий эксперт фонда Марджани, посвятил свое выступление проблеме такафул (исламского страхования). Он отметил, что в ближайшее время на российском рынке будет реализована шиитская модель такафул. В принципе, традиционное страхование в соответствии с ней правомерно. Страховые взносы должны размещаться с учетом принципа исламского банкинга, то есть ссудный процент (риба) является недопустимым. В Великобритании, где такие продукты уже есть, их называют халяльным страхованием. Все же такая модель не является вполне полноценной с точки зрения суннитских специалистов по шариату. В основе исламской модели страхования лежит концепция табарру'. Табарру' в переводе с арабского означает «дар», «пожертвование». Каждый страхователь должен иметь искреннее намерение оказать помощь другим участникам договора такафул, если они столкнутся с определенными рисками.

Согласно концепции табарру', страхователь предоставляет часть выплачиваемых им по полису взносов в качестве условного «дара». При этом страхователь (застрахованный) и оператор договариваются, что компания не будет вкладывать собранные ею взносы в операции, запрещенные мусульманским правом.

Г-н Беккин считает, что энтузиазм по поводу внедрения исламских финансовых продуктов значительно преувеличен. В настоящее время лишь один процент российских мусульман платит религиозный налог закят, который является одной из пяти вероисповедальных обязанностей мусульманина.

Юрист фирмы «Пепеляев, Гольцблат и партнеры» **Евгений Панкратов** указал на

ряд проблем, возникающих при имплементации такафул в России. Он отметил, что налоговая нагрузка участников отношений будет не более обременительной, чем при традиционном договоре страхования.

Директор департамента структурированного и синдицированного кредитования «Газпромбанка» **Александр Казаков** обратил внимание на инструменты исламской секьюритизации. В крупных сделках по привлечению капитала или денежных средств инвесторам предлагаются облигации с фиксированным доходом. Аналогичный по целям инструмент в исламском финансировании — сукук — подразумевает эмиссию ценных бумаг с участием в прибылях и убытках. Они фактически представляют собой исламские облигации, гарантирующие инвесторам долю в базовом активе, а также в получаемой прибыли или в присущем активу риске. В сукук в основном вкладывают денежные средства инвесторы из Малайзии, Индонезии и арабских стран. Этот вид активов дает российским компаниям возможности получить быстрый доступ к финансовым потокам из перечисленных стран.

Далее для российских компаний может представлять интерес такой инструмент, как сукук-аль-иджара. Он используется при финансировании сделок по приобретению имущества и сдаче его в аренду. Такая сделка подразумевает создание специального юридического лица (SPV), приобретающего актив. Покупка актива финансируется эмиссией сукук, приобретаемых инвесторами. SPV предоставляет актив в лизинг лизингополучателю. Последний является стороной, которой требуется финансирование. Инвесторы получают долю в имуществе, а также части прибыли, приносимой активом. В Великобритании такой инструмент рассматривается как долговой, а исламскими экспертами — как долевой.

В настоящее время 20 выпусков сукук листинговано в Лондоне.

Следует отметить, что поскольку не существует единых стандартов исламского финансирования, то при подготовке сделок необходимо ориентироваться на определенных экспертов, консультирующих конкретные проекты.

Практический аспект

На заключительной секции конференции был рассмотрен практический опыт реализации и применения методов исламского финансирования в России и за рубежом.

Модератор секции **Андрей Журавлев** отметил ключевое значение практического аспекта исламского финансирования, опыт которого пока незначителен. Есть ли спрос на исламское финансирование? По-видимому, существует спрос на привлечение средств из исламских стран. Что касается внутреннего спроса, то его объем непонятен. Косвенным показателем спроса на исламские финансовые продукты является спрос на халяльное мясо, которое готовы приобретать 15% мусульман России.

Масрур Хак, управляющий директор, глава по Ближнему Востоку и Африке компании «ВТБ Капитал», остановился на проектах группы ВТБ, связанных с исламским финансированием. «ВТБ Капитал» получил лицензию Дубайского международного финансового центра (DIFC) в мае 2009 года. Стратегия развития бизнеса компании направлена на обеспечение растущего спроса инвесторов из стран Персидского залива на инвестиции в российскую экономику. В задачи «ВТБ Капитал» входит предоставление своим клиентам в России и СНГ полного комплекса высококачественных услуг исламского финансирования, среди которых риск-менеджмент на рынке акций, осуществляемый в соответствии с канонами шариата. Совместно с Inter RAO и кувейтской финансовой группой создается инвестиционный фонд в 1 млрд долларов для вложений в энергетический сектор.

Фармида Би, партнер международной юридической практики компании «Нортон Роуз ЛПП» в Лондоне, отметила, что были организованы сделки мурабаха для российских компаний, действующих в сфере сырьевых активов. При оформлении сделок учитывались риски, связанные с колебаниями курсов валют. Проблемой является оформление таких сделок по российскому законодательству. Было бы правильно, чтобы российские власти внесли, подобно Великобритании, изменения в законодательство, уравнивающие исламское финансирование с традиционным.

Г-жа Би обратила внимание на то, что исламские финансы не отделены непроницаемой стеной от мировой экономики. За последнее время произошел ряд дефолтов на рынке сукук. Сейчас очень важно, как суды будут разрешать возникшие проблемы. Тем не менее кризис повысил интерес к исламскому финансированию. Суверенные фонды исламских стран по-прежнему богаты и ищут объекты для вложений.

Владимир Солодухин, управляющий директор УК «Брокеркредитсервис», рассказал об опыте работы по созданию открытого паевого инвестиционного фонда «БКС — Фонд «Халяль». Он рассчитан на инвесторов-мусульман, проживающих в России и за рубежом, которые смогут быть уверены в том, что их сбережения будут направлены только в разрешенные исламом финансовые инструменты. Работа по созданию фонда началась в 2007 году. В правилах фонда указано, что его партнер «Зам-Зам+» выступает в роли экспертной организации, контролирующей соответствие инвестиционной деятельности УК БКС по управлению ПИФом «БКС — Фонд «Халяль» нормам мусульманского права. Организация «Зам-Зам+» создана для разработки и внедрения механизмов развития бизнеса, соответствующих нормам мусульманского права. Ежемесячно духовный совет «Зам-Зам+» обновляет список ценных бумаг, которые согласованы для инвестирования в соответствии с принципами ислама. Когда фонд запустили, начался кризис. Потери фонда составили 50%, но сейчас они отыграны. В настоящее время ПИФ насчитывает около 120 инвесторов. ◻

Владимир Кузнецов

Владимир Рожанковский
старший аналитик «Центринвестгрупп»

От глобализации к короткому замыканию

Вторая годовщина попытки высмеивания концепции «decoupling», выдвинутой экономистами МВФ M Ayhan Kose и Eswar Prasad в содружестве с Kenneth Rogoff

Два года назад, в ноябре 2007, когда участникам рынка стало очевидно, что американская экономика входит в фазу глубокой рецессии (о мировом финансовом кризисе тогда никто не говорил!), весьма модными и насущными были дискуссии относительно жизнеспособности концепции «decoupling.

В наши дни хор критиков концепции decoupling стремительно стихает: едва ли найдется много специалистов, которые наберутся храбрости не признавать свершившийся факт.

Большинство западных экономистов считало, что decoupling — это самообман, попытка убежать от суровой реальности, заключающейся в неизбежности глобальной рецессии.

Основным аргументом в пользу правомочности подобной точки зрения служил неадекватно низкий внутренний спрос азиатских экономик, что не могло позволить им развиваться за счет внутренних ресурсов, не говоря уже о хотя бы частичной компенсации упавшего спроса в странах «Большой Семерки». Кроме того, альтернативные рынки представлялись иностранным инвесторам некоей вещью в себе, чёртиком из табакерки — с их низкой транспарентностью, слабой регуляторной основой и плохо прописанными правилами игры. Тем не менее, говоря о decoupling, большинство экономистов все-таки имели в виду прежде всего реальную экономику, а не фондовые рынки, которые в силу субъективных причин могли долгое время либо превозносить значимость, либо, наоборот, начисто игнорировать очевидные вещи.

В наши дни хор критиков концепции decoupling стремительно стихает: едва ли найдется много специалистов, которые наберутся храбрости не признавать свершившийся факт; гораздо больше полемики заключено вокруг масштабности и устойчивости данного нового для классической экономики феномена. Чтобы перевести научный язык на бытовой, можно перефразировать эту задачу в вопрос «сможет ли Китай стать локомотивом мировой экономики в XXI веке?».

В этой статье:

Концепция decoupling.

Сходство и различие Великой депрессии и нынешнего кризиса.

Стимулирование экономики правительством КНР.

Коллапс кредитных рынков в странах-потребителях.

На днях Мировой банк (The World Bank) в очередной раз повысил свой прогноз по росту экономики Поднебесной в 2009 году до 8,4%. Согласен с ним и МВФ:

Как могло случиться, что беспощадные критики концепции decoupling — весьма уважаемые западные экономисты — могли так жестоко ошибаться в своих выводах? Большинство из них ссылалось на предшествующий исторический опыт. Так, во времена Великой депрессии 30-х годов в США в фокусе обсуждений находилась тема эластичности количественного разрыва в социальной шкале доходов, которая не учитывалась прогнозистами в точном предсказании «часа X», когда покупательная способность среднего класса в результате увеличения данного разрыва единомоментно и катастрофически падала, разрушая экономические механизмы. «Доход — для богатых, кредит — для всех остальных» — характерная фаза развития экономики, предвещающая скорый кризис. Опять же, во всех предыдущих уроках истории XIX–XXI вв. США так или иначе находились в эпицентре проблем, если не сказать более: диспропорции росли особенно стремительно именно в «экономике AAA», а не где-нибудь в банановой республике. Ввиду мощи и огромного влияния последней на мировые финансовые потоки кризисные волны мгновенно распространялись на все уголки планеты. Предполагалось, что так будет и в этот раз, но экономисты просчитались.

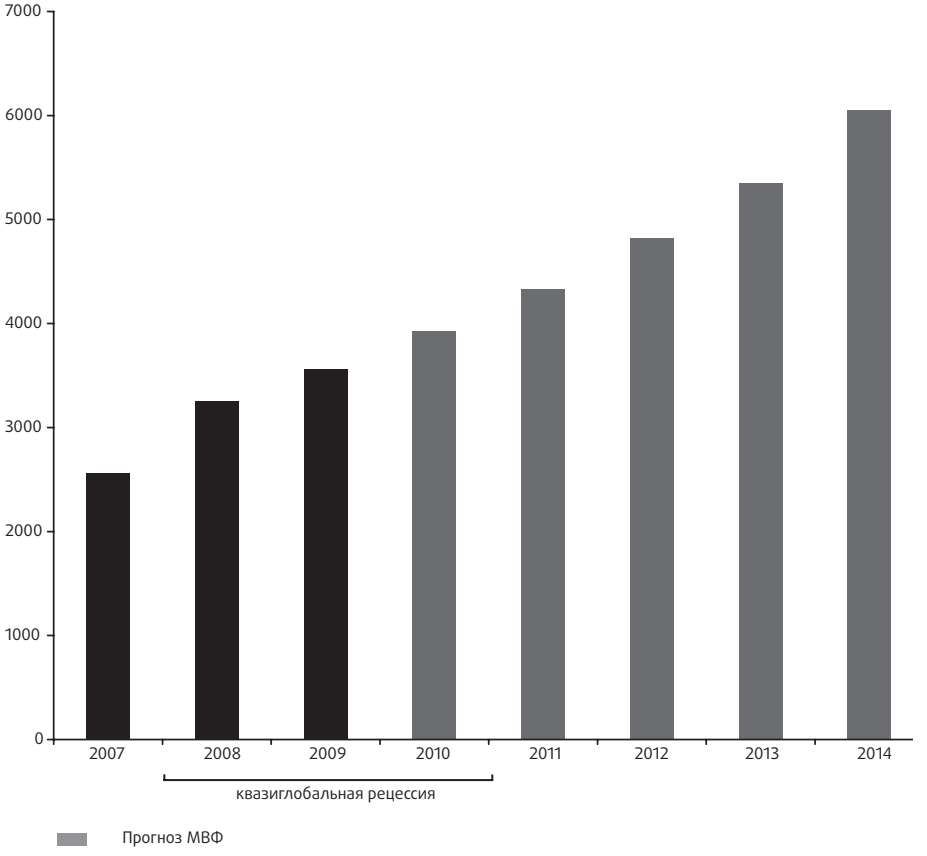
Так, в печально памятные 20-е годы, на пороге Великой депрессии, в США зарплаты росли медленнее, чем производительность труда, что означало опережающий рост корпоративных прибылей. Последний материализовался в бурном росте дивидендов, объем которых увеличился с 4,3% ВНП в 1920 году до 7,2% ВНП к 1929 (G. Soule). Поскольку 82% всех дивидендов были выплачены только 5% богатых американцев, это ускорило расширение вышеупомянутого разрыва в шкале доходов. Согласно положению консьюмеристской школы экономики, богатые граждане-рантье демонстрируют гораздо меньший уровень притязаний на потребление товаров широкого пользования, чем вольнонаемные работники, отдавая предпочтение накоплениям и инвестициям. Инвестиции, в свою очередь, нацелены на расширение производства товаров и услуг, целевой аудиторией которых являются все те же вольнонаемные работники — средний класс. Так зарождается и зреет губительная для экономики диспропорция. В тот момент, когда данное несоответствие становится очевидным, инвесторы пытаются компенсировать недостающий спрос более энергичным предложением кредитов. Эта закономерность просматривалась во всех предыдущих кризисах, просматривается она и в настоящем.

Вместе с тем (и критики концепции decoupling этого не учли) нынешний кризис имеет и свои разительные отличия. На этот раз львиная доля инвестиций была направлена в другие регионы мира, а не заключена внутри замкнутой системы производства и потребления (пресловутый эффект глобализации). Как следствие, коллапс кредитного рынка по причине несостоятельности заемщиков (subprime mortgage defaults) — логическая развязка перекредитованного потребительского сектора — не смог разрушить экономический механизм как таковой, так как огромная доля мирового производства находилась вне кредитно-финансовой системы США.

В момент возникновения гипотезы decoupling большинству экономистов было ясно, что экономический механизм как таковой уцелел, но стал работать почти вхолостую — словно водостоки Саяно-Шушенской ГЭС, по которым вода пущена в обход вышедших из строя турбин. Главный вопрос заключался в том, возможно ли в экстренном порядке навесить на этот самый механизм полезную нагрузку. Если ответ «да», то гипотеза decoupling воплощается в реальность, если ответ «нет», то происходит обратное.

К чести властей Китая, они довольно быстро разобрались со всеми обстоятельствами и перспективами мирового кризиса. Колоссальный отложенный потребительский спрос,

Рисунок. **Китай: ВВП на душу населения, в долларах США**



дремавший внутри многомиллиардного сельского населения Китая, был разбужен огромным 780-миллиардным (в долларах США) пакетом мер по стимулированию спроса. В отличие от подобных стимуляционных пакетов в США и Европе, подавляющая доля этих средств достигла цели, хлынув на местный потребительский рынок, а не утекла на погашение огромных кредитов — «ошибок молодости».

В то же самое время коллапс кредитных рынков в странах-потребителях впервые в истории экономических кризисов не получил внешней разрядки, а привел к необходимости разгребать завалы самостоятельно. Я называю это явление коротким замыканием финансовой системы развитых экономик. ◻

Переходим к инновациям?

10 декабря состоялось первичное размещение акций российской венчурной компании «Институт стволовых клеток человека». Оно проходило на специальной биржевой площадке — Рынке инноваций и инвестиций ММВБ. Организатор IPO — компания «АЛОР ИНВЕСТ», соорганизаторы выпуска — брокерские компании «ФИНАМ» и «Русские фонды».

«Институт стволовых клеток человека» — одна из ведущих отечественных компаний на рынке выделения и персонального хранения стволовых клеток, работающая также в области создания новейших лекарственных препаратов на основе клеточных технологий.

Весь объем акций эмитента, предложенный инвесторам в рамках IPO, был размещен.

На следующий день началось вторичное обращение размещенных акций на той же площадке (Рынок инноваций и инвестиций ММВБ).

Как сообщает пресс-служба ММВБ, в первый день обращения суммарный объем торгов по акциям ОАО «Институт стволовых клеток человека» составил более 189 млн рублей (из них в режиме основных торгов — 129,4 млн, в режиме переговорных сделок — 60,25 млн рублей). Количество сделок с акциями составило 6311. По итогам торгов 11 декабря акции ОАО «Институт стволовых клеток человека» прибавили 28%, закрывшись на отметке 12,2 руб. Максимум дня составил 13,50 руб. за акцию.

Представитель компании «АЛОР ИНВЕСТ» сообщил, что акции размещались вблизи нижней границы определенного диапазона именно с целью увеличить потенциал роста стоимости, в том числе и в краткосрочной перспективе. При этом размера средств, которые эмитент получил в результате IPO, как раз достаточно для реализации заявленных им планов.

Хорошая ликвидность вторичного рынка и рост цен — достаточно внятные признаки удачного размещения.

Таким образом биржа ММВБ провожает старый год. Хочется верить, что сходным образом будет складываться биржевая жизнь и в году наступающем.

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.

Антон Фигуров
руководитель аналитического отдела компании
World Business Law (WBL)

Потерянный рай или?..

К чему могут привести реформы в области финансового регулирования в странах Карибского бассейна

В условиях непрекращающегося наступления Европейского союза на банковскую тайну и возведенной в ранг священной борьбы с налоговыми гаванями международное бизнес-сообщество неловко балансирует между «горящими» предложениями компаний-регистраторов и «грозящим перстом» европейских регуляторов.

Среди российских предпринимателей интерес к регистрируемым на территории государств Карибского бассейна компаниям сохраняет если не положительную, то устойчивую динамику.

Плюс на минус

Европейские регуляторы строят все более и более дерзкие планы по нивелированию фискальных и банковских стандартов. Борьба проиграна?.. Борьба только начинается!

Большинство стран Карибского бассейна, среди которых можно выделить такие, как острова Антигуа и Барбуда, Багамские острова, о. Барбадос, Федерация Сент-Киттс и Невис, о. Ангилья, Британские Виргинские острова, Каймановы острова, острова Теркс и Кайкос, в широких общественных, а чаще предпринимательских кругах принято считать налоговыми гаванями, то есть юрисдикциями с умеренным, а зачастую и нулевым налогообложением.

Как известно, нормативно-правовая база вышеозначенных территорий обладает рядом преимуществ, по достоинству оцененных международным бизнес-сообществом.

Так, в силу статутного права, а также принимаемых на его основании подзаконных актов, лицам, намеревающимся или уже осуществившим на практике намерение об учреждении компании или её филиала на территории того или иного государства Карибского бассейна, гарантируется строгая конфиденциальность, обеспеченная запретом на раскрытие информации об акционерах и бенефициарах компании, а также банковских счетах физических или юридических лиц.

Еще одним аргументом для осуществления предпринимательской деятельности в офшорной зоне Карибского бассейна зачастую является отсутствие требования о представлении надзорным органам конкретного государства ежегодной финансовой отчетности, а также требования в отношении минимального размера уставного капитала компании и количества входящих в ее состав акционеров и директоров, чей реестр, вдобавок к

В этой статье:

Текущая ситуация в офшорной зоне Карибского бассейна.

Наступление на банковскую тайну.

Российские предприниматели и Карибские офшоры.

Проекты изменений в законодательстве стран Карибского бассейна.

вышесказанному, может храниться в любой точке мира.

Кроме того, в рамках законодательства рассматриваемого региона в большинстве случаев не предусмотрен обмен информацией с органами по надзору в сфере налогообложения других государств, в результате чего «сторонние» рекомендации или требования зарубежных надзорных и регулирующих органов о принятии мер в отношении лиц, укрывающихся от преследования по делу об уклонении от уплаты налогов, и инициировании дел в отношении них строго регламентированы, зачастую исключены.

В то же время не требуется особого разъяснения, по какой причине преференциальный статус зарегистрированных в конкретной юрисдикции компаний зачастую является препятствием для их прямого «вмешательства» во внешнеэкономические связи с другими государствами.

Существует множество примеров того, как в странах, доминирующих на международной финансовой арене и играющих здесь главенствующую роль, принимаемые в целях предотвращения уклонений от налогообложения нормативно-правовые акты создают множество серьезых барьеров, лишая большинства ранее предоставленных преференций компании, облагаемые по нулевой ставке.

Что одному хорошо, то другому...

Одной из основополагающих причин, по которой офшорные зоны Карибского бассейна выделяются в ряду подобных им налоговых гаваней, является, как было отмечено выше, высокая степень предоставляемой конфиденциальности.

Так, ранее владельцы компаний могли не опасаться, что «нежелательная» (но в рамках нормативных положений той или иной юрисдикции вполне законная и обоснованная) информация о банковских счетах и финансовой деятельности перестанет являться неразгаданной загадкой для органов финансового и налогового контроля иностранного государства.

Начиная со второй половины 2000 года ситуация коренным образом изменилась, когда Организация экономического сотрудничества и развития (Organisation for Economic Co-operation and Development OECD), руководствуясь стремлением главенствующих на мировой арене государств «законным» путем уничтожить «незаконную», по их мнению, практику неразглашения банковской тайны, опубликовала доклад, содержащий требование о предоставлении доступа к реестрам клиентов финансовых институтов в юрисдикциях с нулевым налогообложением органам, расследующим правонарушения в области финансов и уклонения от уплаты налогов.

Возвращаясь на несколько десятилетий назад, стоит упомянуть, что изначально борьба с практикой неразглашения банковской тайны явилась главным аргументом Соединенных Штатов Америки в деле искоренения наркобизнеса.

Ввиду того, что подобная односторонняя инициатива не могла иметь серьезной и результативной отдачи, в 70-х годах прошлого столетия с целью упразднения практики неразглашения банковской тайны в случае серьезных уголовных преступлений были подготовлены и заключены соглашения по типу Соглашения о взаимном юридическом содействии MLAT (Mutual Legal Assistance Treaty) с такими странами, как Швейцария и Каймановы острова.

Следует отметить, что на первом этапе борьбы с преступлениями в финансовой сфере в рамках действия вышеозначенных соглашений не принимались во внимание нарушения в области налогообложения, что в свою очередь станло предметом более поздних соглашений.

Начиная с 80-х годов из недр законодательной системы Соединенных Штатов возникают первые законодательные акты, ставящие своей целью искоренение грязной практики отмывания денежных средств.

Наряду с крупными денежными штрафами и иными радикальными мерами по борьбе с отмыванием денежных средств Соединенные Штаты активно используют тактику переманивания на свою сторону государств, активно содействующих делу борьбы с институтом банковской тайны, предоставляя сотрудничающим странам возможность

«вступить в долю» от передела конфискованного у «провинившейся» в деле об отмывании стороны имущества.

Следующим шагом в «банковской войне» стало создание в 1989 году в соответствии с решением саммита «большой семерки» Группы разработки финансовых мер (Financial Action Task Force, FATF), результатом деятельности которой стало опубликование сорока рекомендаций по борьбе с отмыванием денежных средств.

Все последующие действия финансового авангарда мирового сообщества, направленные на углубление по всем фронтам борьбы с налоговыми гаванями, включая знаменитый Черный список OECD в отношении 35 стран, осуществляющих недобросовестную налоговую конкуренцию, были точно и емко охарактеризованы сэром Нэвилем Николсом, президентом банка о. Барбадос, как явный экономический шантаж, направленный против небольших государств.

Вчера... Сегодня?

Международный банк реконструкции и развития (International Bank for Reconstruction and Development, IBRD) в сотрудничестве с Международной финансовой корпорацией (International Finance Corporation, IFC) публикуют ежегодные отчеты, содержащие результаты изучения нормативно-правовой базы той или иной юрисдикции, включая подробнейший анализ влияния регулирующих положений на усиление или затормаживание деловой активности на ее территории.

Основные показатели, на основании которых аналитики МБРР выносят свой вердикт, содержат десять пунктов, отражающих степень «легкости» или «сложности» ведения бизнеса на той или иной территории, как-то: инициирование процедуры учреждения компании, получение разрешения на СМР (строительно-монтажные работы), обеспечение персоналом, регистрация имущественных активов, получение кредита, защита инвесторов, налогообложение, заключение соглашений, трансграничная торговля, прекращение предпринимательской деятельности.

Анализируя ситуацию в Карибском бассейне, второй половины 2009 года, аналитики Банка пришли к выводу, что одной из самых успешных юрисдикций в деле улучшения условий для осуществления предпринимательской деятельности явились Багамские острова, соседствующие по пьедесталу с островами Антигуа и Барбуда, Федерацией Сент Киттс и Невис и Гайаной.

Бесспорно, погодный фронт «фискальных гонений» оставил на безоблачном небе Карибского бассейна немало грозовых облаков, что в конечном итоге, начиная с 2000 года, привело к снижению ежегодно регистрируемых на его территории компаний. Однако, среди российских предпринимателей интерес к таким компаниям сохраняет если не положительную, то устойчивую динамику. Так, около половины всех регистрируемых российскими предпринимателями за рубежом компаний — это компании, зарегистрированные на территории Карибского бассейна.

С точки зрения экономики того или иного государства, включая Российскую Федерацию, при выборе страны регистрации большинство предпринимателей интересует стоимость учреждения компании, а по сей день стоимость услуг компаний-регистраторов, включая услуги по учреждению и дальнейшему ведению дел компании, compliance и консалтингу, не позволяет в этом усомниться в экономической целесообразности такой регистрации.

В то же время наблюдается некоторая неразборчивость предпринимателей, отдающих осуществление своих планов на откуп сотрудникам компаний-регистраторов, от излюбленного офшорного направления которых зависит судьба их детища.

По мнению сотрудников юридического (аналитического) отдела ЗАО «Дабл Ю Би Эл Дистрибьюшн», не идти на поводу у неопределенности, сформированной, как думается, в результате достаточно пассивной перцепции российским бизнес-сообществом ситуации в странах Карибского бассейна, а также наряду с явной недостаточностью аналитической базы по каждой из стран в отдельности (ограниченной лишь общими чертами той или иной юрисдикции и указанием компаний-регистратором лишь конечной стоимости создания компании «под ключ»), поможет лишь собственный анализ, сопряженный с теми или иными потребностями учредителя.

Пламенные заверения компании-регистратора о мизерных временных, финансовых и трудозатратах основываются исключительно на привычке, сформировавшейся за несколько лет работы регистратора по тому или иному «безналоговому» направлению. Зачастую не делают различий между законодательствами той или иной юрисдикций в ряду подобных налоговых гаваней.

Именно эти незначительные отличия могут сыграть на руку, или же, в случае возможного их изменения, навредить «доверчивому» учредителю. Законодательство, простое и предоставляющее значительные преференции, изменчиво и зачастую зависит от внешних факторов, примеры влияния которых мы имели честь наблюдать в историческом контексте. Поэтому своевременное и актуальное информирование о последних нормативно-правовых изменениях в той или иной юрисдикции, не принятых во внимание в начале процедуры по учреждению компании и могущих в недалёком будущем сыграть не в пользу учредителя, должно стоять на первом месте непосредственно после возникновения планов по учреждению компании или её филиала за рубежом.

Завтра?

В 2009 году на фоне разразившегося финансового кризиса и принятия мер

по укреплению финансовой и надзорной системы в странах Европейского Союза, ужесточения практики финансовых регуляторов, потребность в осуществлении подобных мер ощутили в ряде стран Карибского бассейна.

Следует отметить, что основополагающим направлением в деле разработки стратегии по реформированию сферы финансовых регуляторов явилось учреждение единого, унифицированного института — органа, одновременно регулирующего несколько финансовых уровней.

Так, во втором полугодии 2009 года официальные представители Багамских островов подтвердили, что до конца года в целях регулирования финансовой системы на территории государства планируется учреждение единой Комиссии по финансовым услугам (Financial Services Commission), которая, как ожидается, возьмет на себя осуществление полномочий, ранее возложенных на разрозненную сеть регуляторов, ответственных за тот или иной сектор в области финансов, как-то: Инспектора по финансовым и корпоративным услугам (Inspector of Financial and Corporate Service), Регистратора страховых компаний (Registrar of Insurance Companies), Комиссии по ценным бумагам (Securities Commission of the Bahamas).

Ожидается, что создание Комиссии в значительной мере поспособствует избежанию наложения функций одних регуляторов на функции других, снизит требования к отчетности для контролируемых организаций, приведет к предложению новых финансовых инструментов, росту финансовых групп, предлагающих различные финансовые услуги, поможет лучше сгенерировать потоки информации и обеспечить их конфиденциальность, так как оборот информации будет происходить не между несколькими организациями, а внутри одной. В связи с этим уменьшается опасность утечки информации и ее незаконного разглашения.

Принятие подобных мер запланировано и на Барбадосе, в число основных регуляторов которого входят Министерство финансов (Ministry of Finance), Центральный банк Барбадоса (Central Bank of Barbados), и Комиссия по ценным бумагам (Securities Commission).

В соответствии с заявлением министра по вопросам предпринимательской деятельности, потребителей и развития бизнеса, сенатора Линетт Истмонд, в целях стимулирования роста и дальнейшего развития финансовой отрасли правительство Барбадоса планирует учреждение Комиссии по финансовым услугам (Financial Services Commission, FSC), в полномочие которой войдёт осуществление надзора и регулирования институтов финансового рынка. В состав Комиссии войдет ряд регуляторов со стороны Комиссии по ценным бумагам, Департамента по привлечению инвестиций Министерства экономики и развития, Департамента по вопросам страхования и пенсионного обеспечения.

На фоне мирового финансового кризиса Барбадос все чаще заявляет о своем намерении интегрироваться в Сообщество стран Карибского бассейна (CARICOM), что должно непременно сказаться на общем финансовом климате государства и взаимном движении капиталов. Кроме того, тесное сотрудничество с государствами-членами CARICOM будет способствовать усилению института защиты инвесторов и появлению на финансовом рынке рассматриваемого региона новых финансовых инструментов.

Наряду с озвученными планами рассматривается вопрос создания наднациональных регуляторов, основным направлением деятельности которых явилось бы регулирование местных небанковских финансовых институтов, а также сектора офшорных финансовых услуг.

Создание наднационального регулятора и наднационального законодательства по аналогии с алгоритмом функционирования системы Европейских сообществ будет в лучшей степени способствовать интеграции стран Карибского региона. Подобный наднациональный регулятор также снизит расходы конкретных государств на регулирование соответствующих вопросов, что в конечном итоге не может не способствовать укреплению финансовой системы региона и, как первопричине, аккумулированию большего объема золотовалютных резервов того или иного государства.

Как итог, одним из основополагающих моментов, одной из положительных сторон планируемых реформ можно считать повышение конкурентоспособности данного региона на рынке мировых финансовых услуг, что должно явиться мощным стимулом для расширения практики инвестирования со стороны российского бизнес-сообщества. ◻

Канр Лиджиев
генеральный директор, информационное агентство PREQVECA

Накануне рывка

Инструменты финансирования традиционных отраслей оказались малопригодными для компаний «новой экономики»

На текущий момент ситуация в Private Equity & Venture Capital (PE&VC) в России и СНГ напоминает картину рынка облигаций восьмилетней давности. Уже появились первые фонды в миллиарды долларов, есть несколько местных профессиональных команд, начинает формироваться история первых успешных выходов из инвестиций.

Грянувший финансовый кризис открыл для фондов новые инвестиционные возможности: стоимость компаний практически всех отраслей экономики резко снизилась, а долговые рынки для большинства средних и небольших компаний закрылись. На этом фоне начинают появляться новые команды управляющих фондами, готовых воспользоваться открывшимися возможностями. Как и бондовый рынок восемь лет назад, сегодня индустрия PE&VC готовится к большому рывку. Все предпосылки для этого созрели.

Вступление

Индустрия PE&VC — самая молодая в глобальной финансовой отрасли. PE&VC стала заметным явлением с развитием так называемой «новой экономики». Инструменты финансирования традиционных отраслей оказались малопригодными для компаний «новой экономики». В частности, банкиры не горели желанием брать на себя высокие риски, сопряженные с бизнесом в «новых» отраслях. В то же самое время перспективы новых предприятий сулили высокую доходность вложений. Для нового поколения предпринимателей требовался новый механизм привлечения финансирования и создания акционерной стоимости.

Фонды PE&VC стали институциональной формой такого механизма. Инвесторы, готовые вкладывать свои средства в высокорисковые предприятия на длительный период времени с целью

Грянувший финансовый кризис открыл для фондов новые инвестиционные возможности: стоимость компаний практически всех отраслей экономики резко снизилась, а долговые рынки для большинства средних и небольших компаний закрылись. На этом фоне начинают появляться новые команды управляющих фондами, готовых воспользоваться открывшимися возможностями.

получить высокую норму доходности, объединялись в форме ограниченного партнерства (limited partners – LPs). Для управления фондом за определенное вознаграждение нанимались профессиональные менеджеры/компании (general partners — GPs).

Первыми инвесторами таких фондов были венчурные капиталисты Силиконовой долины. Можно сказать, что индустрия PE&VC вышла из недр Силиконовой долины и до сих пор в массовом сознании ассоциируется с IT-индустрией и Интернетом. Термин «венчурный капитал» зачастую используется как синоним финансирования высокотехнологичного сектора.

Во второй половине 80-х годов прошлого столетия индустрия PE&VC окончательно сформировалась и состоялась как самостоятельная отрасль на глобальном финансовом рынке. Сложилась классическая цепочка: private capital — IPO — public capital — debt capital.

В 90-е годы XX века далеко вперед в своем развитии продвинулись гуманитарные и социальные науки. Прорыв в разработке гуманитарных и социальных технологий расширяют границы «новой экономики». Теперь это не только технологии, связанные с научно-техническим прогрессом, но и технологии, связанные с развитием человека и общества. Если научно-технический прогресс стал катализатором появления новых отраслей экономики и новых секторов в традиционных отраслях, то развитие гуманитарных технологий привело к трансформациям внутри самих традиционных отраслей и секторов. Наиболее известные примеры гуманитарных технологий — это PR-технологии и «брендирование».

Что отличает компании «новой экономики» от традиционных? Основной признак — не сами по себе новейшие технологии, а такое свойство, как «уникальность». Уникальность позволяет компании сформировать свою нишу на рынке и занять в этой нише монопольное/олигопольное положение, как минимум, на некотором временном промежутке, достаточном, чтобы «снять все сливки». Как только конкуренты начинают появляться в массовом порядке, значит, настал момент для выхода — на волне популярности получив максимальную цену и «сняв все сливки». Технические и гуманитарные технологии используются для того, чтобы создать такую «уникальность» в сознании потребителя.

Фонды PE&VC в первую очередь интересуют именно такие проекты и компании. Все чаще фонды выступают не просто в роли «кубышки» с деньгами, а в роли «создателей». Не имеет значения, новый это бизнес или бизнес давно функционирующий, но несущий при текущей бизнес-модели убытки. В этой роли они могут быть весьма полезны для владельцев компаний. Обычно профессиональные управляющие фондов более образованны, более опытны (фонд имеет большой опыт инвестиций и управления портфельными компаниями из различных отраслей), имеют больше связей и навыков выстраивания системного бизнеса. Ошибки в этом вопросе совершают не только начинающие предприниматели, но и мастодонты в своих отраслях.

Итак, в постоянно изменяющемся мире, модель PE&VC уже доказала свою состоятельность. Ничего кардинально нового изобретать не нужно. Модель PE&VC достаточно успешно развивают Китай и Индия. Никуда не денутся Россия и другие страны СНГ — из финансовой экзотики эта модель рано или поздно превратится в новую финансовую индустрию. Вопрос только в том, кто здесь будет править бал — местные игроки или иностранные.

В октябре 2009 года агентство CBONDS объявило о запуске своего нового проекта PREQVECA.ru. Это единственный информационный ресурс в русскоязычном Интернете, который полностью посвящен индустрии PE&VC в России и СНГ. Цель нового проекта — информационно-аналитическая поддержка новой зарождающейся финансовой индустрии.

Бытует мнение, что мировой финансовый кризис сильно ударил по компаниям PE&VC в России и СНГ. Поднять деньги для новых фондов стало очень трудно. Так ли все плохо на самом деле? Попробуем разобраться.

PE&VC в России

Перед самым началом кризиса поднять commitments (обязательства инвесторов по вложениям в фонд) для своих фондов из местных команд удалось Baring Vostok Capital Parthers, Russia Partners, Renaissance Partners, CapMan Russia, UFG Private Equity, Marshall Capital Partners и Skyline Capital Partners.

Отметим, что Baring Vostok и Russia Partners собрали рекордные для России commitments. Baring Vostok собрал в свой четвертый фонд более 1 млрд долларов (с учетом фонда Baring Vostok Fund IV Supplemental Fund 1,5 млрд. долларов), а Russia Partners — в свой третий фонд почти 1 млрд долларов (800 млн).

Очень успешно прошло формирование формально дебютного фонда управляющей компании Renaissance Partners. В марте 2008 года было объявлено о сборе 660 млн долларов commitments в фонд Renaissance Private Equity Fund I с целевым размером 500 млн долларов.

Таким образом, переподписка составила 150 млн долларов. Renaissance Group, в которую входит компания Renaissance Partners, один из старейших игроков на рынке PE&VC в России. Группа имеет несколько действующих международных фондов под управлением команды Renaissance Investment Management.

На текущий момент CapMan собрал в свой третий фонд Capman Russia Fund с целевым размером 150 млн евро commitments в сумме 118 млн евро (примерно 177 млн в долларовом эквиваленте), а UFG в свой второй фонд с целевым размером 200 млн долларов – 150 млн долларов. Провел первое закрытие в свои два фонда Marshall Capital. Суммарный объем commitments по итогам первого закрытия в фонды MarCap I и MarCap II составил 420 млн долларов. Все четыре фонда находятся в стадии фандрайзинга (fundraising).

В феврале 2008 года Skyline Capital сформировал свой первый фонд Skyline Growth One размером 200 млн долларов.

Что здесь самое главное – несмотря на последовавший кризис, никто из инвесторов фондов не отозвал свои commitments.

Конечно, кризис не мог не сказаться на рынке. Трудности с фандрайзингом ярко иллюстрирует провал команды Troika Capital Partners в сборе средств для фонда TCP Growth III размером 850 млн долларов. Фонд был распущен. Но на уровне слухов проскакивало, что дело тут не в кризисе, а в стремлении некоторых топ-менеджеров Troika Capital Partners создать собственный бизнес. В итоге, глава инвестиционного банка «Тройка Диалог» Рубен Варданян решил расстаться с командой Troika Capital Partners во главе с Гедрюсом Пукасом и начал формировать новую.

А Гедрюс Пукас с частью бывших менеджеров Troika Capital Partners объявили о создании собственной управляющей компании Quadro Capital Partners и запуске первого фонда с целевым размером 350 млн долларов. При этом, несмотря на кризис, команда Quadro Capital Partners сумела собрать среди инвесторов commitments на 200 млн долларов.

Уже в разгар кризиса, летом 2009 года, чешская управляющая компания PPF Partners объявила о формировании первого фонда размером 615 млн долларов с географическим фокусом на Восточную Европу, включая Украину, и на Казахстан и ключевым рынком – Россией. Чехи открыли свое представительство в Москве и уже осенью объявили о первой сделке в России – они получили контроль над сетью магазинов бытовой техники «Эльдорадо». Сейчас московский офис активно ищет новые проекты и, как говорят, присматривается к «Техносиле».

По все видимости, более 70% средств первого фонда PPF уже проинвестированы. В июне 2009 года, практически сразу после публичного объявления о формировании первого фонда, PPF объявляет о запуске второго фонда, при этом в сообщении компании продекларированы планы запуска нескольких фондов для внешних инвесторов с целью достигнуть общей суммы активов под управлением в 5 млрд долларов в течение пяти лет. Фокус – по-прежнему на Центральную и Восточную Европу и СНГ. При этом понятно, что Россия, Украина, Казахстан и другие страны СНГ как самый большой сегмент рынка займут большую долю в портфеле компании.

Другим заметным иностранным игроком на российском рынке становится TPG Capital. Как сообщали СМИ ранее, американцы выделили подразделению по Евразии (с офисом в Москве) 1 млрд долларов для сделок в России и СНГ. Но судя по размерам первых сделок – покупка 50% фармацевтической компании «СИА Интернешнл» за 800 млн долларов и контрольного пакета торговой сети «Лента» примерно за 90 млн долларов — одним миллиардом тут не уже ограничиться. Правда, проходила также информация, что сделка с «СИА Интерешнл» так и не закрыта окончательно.

Из местных игроков отметим активизацию в сегменте private equity «ВТБ Капитал». Если ранее в PE&VC ведущий российский инвестиционный банк был представлен УК «ВТБ управление активами», которая сфокусирована в основном на венчурные сделки, то сейчас формируется Управление Private Equity and Special Situations. «ВТБ Капитал» уже поучаствовал в сделке с «Лентой» вместе с TPG, купив миноритарный пакет в сети, и объявил о запуске двух международных фондов. Не имея достаточного опыта в PE&VC, «ВТБ Капитал» создает первые фонды совместно с иностранными управляющими компаниями.

Фонд DFJ-VTB Aurora размером 100 млн долларов создан совместно с американской венчурной фирмой Draper Fisher Jurvetso. Инвесторами фондов выступят РОСНАНО и Банк ВТБ (по 50 млн долларов).

Фонд private equity real estate (PERE) VTBC-DB Real Estate Partners I с целевым размером минимум 300 млн долларов формируется вместе с Deutsche Bank. У фонда появились первые инвесторы — скандинавские пенсионные фонды, включая Ilmarinen и Etera, и финская проектная компания SRV.

Что отличает компании «новой экономики» от традиционных? Основной признак — не сами по себе новейшие технологии, а такое свойство, как «уникальность», позволяющее компании сформировать свою нишу на рынке и занять в этой нише монопольное/олигопольное положение, как минимум, на некотором временном промежутке, достаточном, чтобы «снять все сливки».

В период дешевых денег в России была нарушена классическая цепочка: private capital — IPO — public capital — debt capital. Многие инвестиционные банки, привлекая клиентов, прямо заявляли, что опыт публичности компания может начинать сразу с выхода на рынок облигаций. К чему это привело в итоге, мы теперь знаем.

Из новых команд, формирующих фонды объемом более 100 млн долларов (размер фонда, признаваемый экспертами минимальным, чтобы считаться заметным игроком на российском рынке и проводить эффективные сделки), отметим Almaz Capital Partners, объявившую о запуске фонда с целевым объемом 100-125 млн долларов.

Отметим, что в отличие от всех вышеперечисленных управляющих компаний и фондов, Almaz Capital Partners является компанией, специализирующейся на определенном сегменте, в данном случае TTM (технологии, телекоммуникации и медиа). Размер фонда Almaz Capital Russia Fund I в сегменте TTM для нашей страны достаточно большой. Обычно такие фонды в России имеют размер до 30 млн долларов, в редких случаях – до 50 млн. Можно сказать, что это первый российский фонд такого крупного размера, специализирующийся на инвестициях в высокотехнологичный сектор.

На данный момент фонд Almaz Capital Russia Fund I имеет утвержденные commitments на 60 млн долларов и на 33 млн долларов в ожидании одобрения в EBRD. При этом фонд уже действует: сделаны инвестиции в четыре компании на сумму более 30 млн долларов.

Думаю тут можно уже и остановиться. В сумме получается только поднятых commitments более 2 млрд долларов (отметим: публично объявленных). Согласитесь весьма недурно для кризисных времен, и даже по цифрам вполне сопоставимо с докризисными временами. С учетом того, что никто из инвесторов Baring Vostok, Russia Partners, Renaissance Partners, CapMan, UFG, Marshall Capital и Skyline Capital не отказался от своих commitments (суммарно почти 4 млрд долларов), их тоже можно занести в актив кризисных времен. Спрашивается: когда еще российская индустрия PE&VC в такой короткий временной период привлекала столько средств — более 6 млрд долларов?! И это без учета фондов российской юрисдикции. Конечно, их доля относительно небольшая, но государство уже накопило в своих финансовых структурах огромные для нашей страны средства, целевым образом направленные для развития индустрии PE&VC. Только РОСНАНО сконцентрировало в себе 130 млрд рублей. Вопрос об эффективности госсредств и госструктур пока опустим.

Теперь посмотрим, что общего у тех, кто сумел поднять более 2 млрд долларов в кризис для инвестиций в Россию и СНГ?

Во-первых, все они — сплошь новые игроки на российском рынке!

Это замечание весьма важное. Кризис предоставляет большие возможности для новых команд, сумевших привлечь средства в свои фонды.

«Докризисные» фонды сейчас больше заняты управлением портфельными компаниями. Многие инвестиции фондов оказались на грани списания. О каком привлечении средств в новые фонды можно говорить с инвесторами, когда по текущим сделкам много вопросов! Задача «старой гвардии» — показать инвесторам фондов свое умение работать в кризисной ситуации.

Для новых команд на этом фоне открываются неплохие перспективы. Они не обременены инвестициями докризисного периода, когда многие портфельные компании покупались по ценам с более высокими мультипликаторами. Наоборот, у них появляется возможность заключать сделки по присевшим в кризис ценам.

Пока ожидания инвесторов и предпринимателей не сходятся в оценках. Отсюда небольшое количество сделок. На данный момент многие российские бизнесмены не совсем адекватно оценивают ситуацию. С началом кризиса для компаний, которые на рынке облигаций специалисты называют вторым и третьим эшелоном, долговые рынки фактически закрылись. В период дешевых денег в России была нарушена классическая цепочка: private capital — IPO — public capital — debt capital. Многие инвестиционные банки, привлекая клиентов, прямо заявляли, что опыт публичности компания может начинать сразу с выхода на рынок облигаций. К чему это привело в итоге, мы теперь знаем. Многие из таких банков, накупившие в свои портфели бондов проблемных компаний, теперь разгребают возникшие проблемы. Банки вынуждены заниматься несвойственными для них функциями — управлять заводами, фабриками, объектами недвижимости и т.п. Но никто пока не готов к списаниям и фиксированию убытков. Да о чем говорить, если сами фонды (по профилю своей деятельности морально более подготовленные к таким ситуациям) не готовы к списаниям и фиксированию убытков по своим проблемным портфельным компаниям. Все выжидают: проблема отодвинулась во времени, но не решена. Таких сделок, как с «Эльдорадо» и «Лентой», скорее всего, станет больше.

Фактически только семь команд из «старожилов» имеют сегодня реальные деньги для совершения сделок — к семи названным выше можно добавить Icon Private Equity. Последний выделил 200 млн долларов для инвестиций в distressed assets до конца 2009 года (общий размер Icon Private Equity Fund составляет 1 млрд долларов).

Инвестиционный потенциал «старой гвардии» пока выше. Но на подходе уже новые игроки.

Таблица 1. **Запуски фондов в сентябре-октябре 2009 года**

Фонд	Управляющая компания	География	Валюта	Размер фонда	Дата запуска
ЗПИФ «Компании малого и среднего бизнеса»	P&S CAPITAL	Украина	Гривна	80 000 000	23.09.2009
DFJ-VTB Aurora	Draper Fisher Juvertson ВТБ Капитал	Россия	Доллар	100 000 000	07.10.2009
Angelico Longevity Investment Venture Fund	Angelico	Россия	Рубль	3 000 000 000	14.10.2009
Interros One Equity Fund	One Equity Partners Интеррос	Россия	Доллар	1 000 000 000	20.10.2009
Rusnano C Change Fund	C Change Investments Роснано Капитал	Россия	Доллар	1 000 000 000	22.10.2009

В Казахстане серьезно задумались о развитии индустрии PE&VC совсем недавно — с началом кризиса в стране, который начался примерно на год раньше российского. Власти страны и бизнес с удивлением обнаружили, что более 90% финансирования казахстанские предприятия до кризиса получали в форме долгового финансирования, и в первую очередь банковских кредитов.

Компания Macquarie — мировой лидер финансирования в сфере инфраструктуры — и Renaissance Group летом 2008 года объявили о запуске фонда Macquarie Renaissance Infrastructure Fund с целевым размером 1–1,5 млрд долларов. Согласно правилам фонда, доля инвестиций в проекты, реализуемые на территории России, составит как минимум 50% от общего объема, на Украине и в Казахстане — по 25% от общего объема. На данный момент собраны commitments на сумму 530 млн долларов. Пока среди инвесторов фонда только госкомпании и специальные международные фонды – ВЭБ, Kazyna Capital, IFC и EBRD. О частных инвесторах пока ничего не известно.

В октябре 2009 года венчурная компания C Change Investments и подразделение private equity банка JPMorgan Chase, One Equity Partners, совместно с местными игроками «Интерросом» и РОСНАНО объявили о запуске фондов, географически сфокусированных на Россию.

«Интеррос» Владимира Потанина и One Equity Partners в ноябре 2009 года планируют зарегистрировать совместный фонд для покупки проблемных активов в России. Каждый из партнеров внесет в фонд по 500 млн долларов. Новый фонд не будет инвестировать в компании ресурсного сектора, СМИ, банки и недвижимость. Все остальное — в сфере интересов фонда: это могут быть компании потребительского рынка, транспорта, логистики и т.д.

УК «РОСНАНО Капитал» и C Change Investments запускают фонд с целевым размером в 1 млрд долларов. 500 млн внесет государственная корпорация РОСНАНО, другие 500 млн должна привлечь американская компания. Сформировать новый фонд планируется в период с конца 2009 года по II квартал 2011 года.

Управляющая компания Angelico Ventures, специализирующаяся в области медицины, работает над созданием фонда Angelico Longevity Investment Venture Fund объемом минимум 100 млн в долларовом эквиваленте. Фонд будет зарегистрирован в России. В настоящее время компания ведет переговоры с РБК, РОСНАНО, а также с инвесторами из других стран. В случае удачного стечения переговоров, Angelico Ventures планирует довести размер фонда до 500 млн в долларовом эквиваленте. География инвестиций фонда — Россия, США и Европа. В инвестициях планируется отдавать приоритет отечественным препаратам и технологиям, а также приобретать зарубежные разработки для их дальнейшей реализации в России.

Таков расклад сил на текущий момент в России.

С одной стороны — «старая гвардия» успокоенная своим практически монопольным положением на рынке. С другой — несколько новых команд, уже поднявших свои первые commitments, и группа иностранных игроков, наиболее смелые из которых уже вошли на рынок и совершили первые сделки.

Отдельно стоит государство в лице различных госструктур, одной из целей которых является развитие индустрии PE&VC, в первую очередь в секторе высокотехнологичных компаний.

Если сравнивать все с той же индустрией рынка облигаций, то ситуация была практически идентичная, с одним отличием — на заре развития российского рынка облигаций государство там практически никак не было представлено. Бондовая индустрия выросла без помощи государства (и как говорят многие — «к счастью»), только усилиями и активностью частных игроков.

А теперь несколько слов о рынках Казахстана и Украины. Из всех постсоветских стран говорить о PE&VC, помимо России, можно пока только в этих странах.

PE&VC в Казахстане

В Казахстане серьезно задумались о развитии индустрии PE&VC совсем недавно — с началом кризиса в стране, который начался примерно на год раньше российского. Власти страны и бизнес с удивлением обнаружили, что более 90% финансирования казахстанские предприятия до кризиса получали в форме долгового финансирования, и в первую очередь банковских кредитов. После стремительного падения казахстанского банковского сектора начались серьезные проблемы в реальном секторе. Национальная экономика оказалась парализована.

Ситуация потребовала самого высокого вмешательства — президента страны. В 2007 году был создан государственный фонд фондов Kazyna Capital Management, цель которого — выступать «якорным» инвестором для фондов PE&VC в Казахстане, тем самым увеличивая привлекательность таких фондов для иностранных инвесторов. В свою очередь, фонды PE&VC должны инвестировать в реальный сектор, предоставляя финансирование казахстанским предприятиям. Таким образом, власти Казахстана надеются снять зависимость экономики страны от банковских кредитов и привлечь больше иностранных инвесторов.

Стратегия проста — на доллар казахстанских инвестиций Kazyna Capital надеется получить 2–3 доллара иностранных инвестиций. Участие государственного фонда фондов в

Таблица 2. **Сделки фондов: входы в сентябре-октябре 2009 года**

Фонд	Портфельная компания	География	Объем инвестирования (эквивалент в долларах США)	Дата инвестирования
Russia Partners III	МДМ- Банк (УРСА Банк)	Россия		30.10.2009
Унибудинвест	ООО «БФ Склад 2»	Украина		21.10.2009
Региональный венчурный фонд Республики Татарстан	Vidimax	Россия	4 500 000	19.10.2009
С-Групп Венчурс	Spectralus Corporation	Армения	3 000 000	15.10.2009
PPF Partners I	Эльдорадо	Россия	300 000 000	30.09.2009
Svarog Venture Fund VII	Турбоатом	Украина		30.09.2009
Svarog Venture Fund VII	Жидачевский целлюлозно-бумажный комбинат	Украина		29.09.2009
CapMan Russia Fund (Norum Russia Fund III)	Сеть пиццерий Papa John's (ООО 4 «Papas»)	Россия		28.09.2009
Mint II	Сеть ресторанов «Тинькофф»	Россия		24.09.2009
Русские фонды	Сеть Магазинов Горящих Путевок	Россия		21.09.2009
Газпромбанк-Промышленные инвестиции	СИБУР Холдинг	Россия		15.09.2009
TPG Capital Russia	Сеть гипермаркетов «Лента»	Россия	90 000 000	04.09.2009
VTB Capital Private Equity Fund	Сеть гипермаркетов «Лента»	Россия	30 000 000	04.09.2009

Индустрия PE&VC на Украине выглядит наиболее динамичной относительно России и Казахстана. И это с учетом того, что в кризис Украина вошла раньше России и выйдет из него, по всей видимости, позже. Более того, падение украинской экономики оказалось более глубоким — за половину 2009 года ВВП Украины снизился на 20%, России — на 10%, Казахстана — на 2,3%.

капитале фондов должно служить для инвесторов сигналом, что государство готово делить с ними риски и служить некоторой гарантией.

На данный момент Kazyna Capital имеет обязательства по участию и управлению в семи фондах, из которых три уже активированы. Но реально работает только один фонд — Aureos Central Asia Fund — под управлением казахстанской команды британской управляющей компании Aureos Capital Limited. Объем commitments фонда — 70 млн долларов, географический фокус — Армения, Азербайджан, Грузия, Киргизская Республика, Таджикистан, Туркменистан, Узбекистан и ключевой регион — Казахстан (не менее 50% всех инвестиций). На данный момент в активе фонда по одной сделке в Казахстане (покупка за 10 млн долларов контрольного пакета в Leasing Group JSC) и в Киргизской (приобретение компании кабельного вещания Ala TV за 5 млн долларов).

На подходе Kazakhstan Growth Fund с целевым размером 125 млн долларов, объем собранных commitments составляет 88 млн долларов. Географический фокус: Киргизская Республика, Россия, Таджикистан, Туркменистан, Узбекистан и ключевой регион Казахстан (не менее 70% всех инвестиций). Фонд фактически управляется командой Kazyna Capital.

Ожидаются первые сделки на казахстанском рынке фонда Falah Growth Fund под управлением Falah Investment Management. Целевой размер фонда — 600 млн долларов, собранные commitments — 500 млн долларов (в качестве инвесторов вместе с Kazyna Capital выступили казахстанская корпорация «Ордабасы» и государственная инвесткомпания из Арабских Эмиратов IPIC). География инвестирования — Центральная Азия с ключевым регионом Казахстан (не менее 40% всех инвестиций).

На стадии завершения формирования находится CITIC-Kazyna Investment Fund I с целевым размером 200 млн долларов. Управлять фондом будут совместно китайская фирма private equity CITIC Capital и Kazyna Capital. География инвестирования: Казахстан (50% фонда) и Китай (50% фонда).

Из «старых» команд в Казахстане (если это слово вообще применимо к местному рынку) в условиях кризиса фактически выжила только Centras Capital Partners. Под управлением Centras Capital находится фонд Centras Private Equity Fund с целевым размером 75 млн долларов. Объем собранных commitments — 42,5 млн долларов.

Но активными игроками, так же как и в России, в Казахстане становятся новые команды. При этом, в отличие от России, перед ними предстает еще более пустынное пространство (помимо Centras Capital в Казахстане имеет свои интересы, наверное, только Baring Vostok). Примерно в одно время с британской Aureos Capital на рынок Казахстана вышла американская фирма private equity, специализирующаяся на инвестициях в СНГ и Восточную Европу, SigmaBleyzer. SigmaBleyzer работает в Казахстане через фонд SBV-V Kazakhstan с капиталом 150 млн евро. В сентябре 2008 году фонд сделал свое первое приобретение — производителя минеральной воды «Асем-Ай».

Как мы видим, ситуация с PE&VC в Казахстане мало чем отличается от российской, с поправкой на масштабы экономики. И так же, как в России, казахстанская индустрия PE&VC имеет неплохие перспективы для динамичного роста. Более того, Казахстан становится системообразующим финансовым центром для всего Центральноазиатского региона. В частности, казахстанские фонды зачастую имеют географический мандат на инвестиции в соседние страны.

PE&VC на Украине

Индустрия PE&VC на Украине выглядит наиболее динамичной относительно России и Казахстана. И это с учетом того, что в кризис Украина вошла раньше России и выйдет из него, по всей видимости, позже. Более того, падение украинской экономики оказалось более глубоким — за половину 2009 года ВВП Украины снизился на 20%, России — на 10%, Казахстана — на 2.3%.

В отличие от России и Казахстана, фонды PE&VC украинской юрисдикции наиболее близки классическим фондам PE&VC. В Казахстане такой сегмент практически отсутствует, в России же фонды в форме ЗПИФ формируются, но фактически остаются малозаметными игроками на общем фоне. Одной из причин такого положения является то, что в российской юрисдикции отсутствует понятие commitments. Это приводит к тому, что деньги в фонд нужно завести сразу и полностью, но, как правило, перед первой инвестицией проходит некоторое время, необходимое для поиска и заключения сделки, это может быть и год и более. В итоге, фондам российской юрисдикции разрешено инвестировать в торгуемые акции, корпоративные, муниципальные и государственные облигации, держать средства на депозитах и т.п. На деле получается, что такие фонды сейчас мало отличаются от обычных ПИФов. Более того, это не стимулирует местные управляющие компании серьезно осваивать и расширять опыт именно в PE&VC. Можно понять представителей фондов-старожилов, когда они риторически спрашивают: а откуда возьмутся

Таблица 3. **Сделки фондов: выходы в сентябре-октябре 2009 года**

Фонд	Портфельная компания	География	Дата инвестирования	Объем инвестирования (эквивалент в долларах США)	Дата выхода	Цена при выходе (эквивалент в долларах США)
Mint I	jNetX	Россия	2002		27.10.2009	
Перспектива	Энергия Холдинг	Россия			20.10.2009	34 217 242
Emerging Europe Growth Fund	MTV Украина	Украина	27.08.2007	5 000 000	06.10.2009	15 000 000
Svarog Venture Fund II	Запорожский кабельный завод	Украина	15.08.2006		06.10.2009	
Emerging Europe Growth Fund	Natur Bravo	Украина	2006		17.09.2009	

Глубокий финансовый кризис, потрясший украинскую экономику, в целом играет катализирующую роль для индустрии PE&VC. Частные фонды активно растут, совершаются сделки и даже идут выходы из инвестиций. С учетом того, что большинство российских и многие европейские фонды имеют мандат и на Украину, активность в секторе PE&VC в ближайшем будущем здесь, как минимум, не снизится.

кадры для индустрии? Крупнейший российский инвестбанк «ВТБ Капитал» вынужден создавать первые фонды с западными партнерами, в том числе, и по этой причине.

Но вернемся к Украине. Итак, здесь практически на равных действуют как международные фонды, так и фонды местной юрисдикции. При этом не существует особоых различий в ситуации «до кризиса» и «после кризиса». В беседах с украинскими коллегами можно услышать, что кризис негативно влияет на финансовый рынок Украины. Но если посмотреть, что происходит на практике, то мы увидим, что основные циклы работы ведущих компаний PE&VC на Украине не прерываются: фонды запускаются, формируются, инвестируют, как только большая часть фонда проинвестирована, запускается фонд-последователь и т.д.

Возьмем, например, управляющую компанию Horizon Capital Advisors. В 1995 году запущен первый фонд Western NIS Enterprise Fund размером 150 млн долларов, которые были полностью проинвестированы в 28 компаний на Украине и Молдове. Из 11 инвестиций фонд вышел полностью, из семи — частично. Оставшиеся 25 млн долларов были инвестированы в 2006 году в фонд-последователь Emerging Europe Growth Fund с целевым размером 150 млн долларов. Таким образом, первый фонд выступил «якорным» инвестором для второго фонда. В конечном итоге фонд был закрыт для новых инвесторов при достижении commitments в 132 млн долларов. География инвестиций нового фонда была расширена на Белоруссию. На текущий момент фонд полностью проинвестирован (11 портфельных компаний), и начались первые выходы из инвестиций (Shostka City Milk Plant и MTV Ukraine проданы стратегическим инвесторам).

В конце 2007 году объявлено о запуске третьего фонда Emerging Europe Growth Fund II с целевым размером 300 млн долларов. В ноябре 2008 года фонд был сформирован с переподпиской — собрано commitments на 390 млн долларов. На Украине кризис уже в разгаре. По всей видимости, деятельность предыдущих фондов была успешной — команда Horizon Capital сумела сохранить инвесторов предыдущих фондов и привлечь новых.

За год работы нового фонда пока известно только об одной сделке — покупке доли в минском МТВ Банке. Некоторая часть акций банка также находится в портфеле второго фонда. В сумме Horizon Capital владеет 33% в акционерном капитале банка.

Другой заметный игрок на украинском рынке Euroventures Management свой первый фонд размером 30 млн долларов создал в 1998 году, в 2008 году фонд был успешно ликвидирован (выход из всех инвестиций). В апреле 2005 года начался фандрайзинг второго фонда с целевым размером 75 млн долларов. В июле 2008 года фонд был сформирован с переподпиской — собраны commitments на 80 млн долларов. На текущий момент в портфеле фонда семь компаний, в которые инвестировано более 40 млн долларов. Сейчас фонд присматривается к восьмому проекту — идут переговоры о покупке 30-40%-ной доли западноукраинской продуктовой сети «Агроконтракт» по цене до 10 млн долларов.

Теперь вдумайтесь: за один год в условиях кризиса, на который все вокруг жалуются, команда Euroventures Management инвестировала в три новых проекта! И это без учета четырех компаний, в которые уже до этого были сделаны инвестиции фонда The Ukraine Opportunity Trust PLC, управляемого совместно с Fabien Pictet & Partners (при этом у украинцев права на 70% от всех инвестиций фонда). Если учесть дополнительные инвестиции в четыре компании, в которые уже инвестировал ранее The Ukraine Opportunity Trust PLC, то получается семь проектов. Если сделка по «Агроконтракту» будет подписана, то за 1,5 года это «чистых» четыре инвестиции и восемь сделок.

Также, невзирая на кризис, словенская компания private equity P&S Capital в ноябре 2008 года запускает фонд P&S East Growth II с целевым размером минимум 100 млн евро и географическим фокусом на Украину, Румынию и Болгарию. Первый фонд был сформирован с капиталом 25 млн евро в 2006 году и уже полностью проинвестирован. Первое закрытие второго фонда ожидается в первом квартале 2010 года.

При этом словенцы делают на украинский рынок основную ставку — параллельно в сентябре 2009 года запущен фонд с украинской юрисдикцией «Компании малого и среднего бизнеса» (предыдущие два имеют люксембургскую регистрацию) с целевым размером минимум 10 млн в долларовом эквиваленте. Фонд планирует инвестировать средства в предприятия малого и среднего бизнеса в сфере услуг (телекоммуникации и IT-услуги, финансовые услуги, логистика, маркетинг, фармацевтика и т.д.).

В отличие от казахстанского рынка, где SigmaBleyzer новичок, на украинском рынке компания является одной из самых крупных и самых опытных. На Украине SigmaBleyzer представле-

Так же как и Казахстан, Украина является финансовым системообразующим центром для своих соседей — Белоруссии и Молдавии.
И никакого государства даже рядом нет (в отличие от России и Казахстана)! Оно и ясно — все чиновники заняты большой политикой.

на тремя международными фондами: UGF I (Ukrainian Growth Fund), UGF II и UGF III, а также рядом фондов местной регистрации. По различным оценкам, общий размер всех фондов компании на Украине превышает 500 млн долларов.

Решил вплотную заняться PE&VC и один из заметных игроков украинского финансового рынка Dragon Capital. Весной 2009 года управляющая компания Dragon Global Advisors объявила о начале подъема средств для международного фонда Europe Virgin Fund с целевым размером 100 млн долларов. На данный момент на рынке PE&VC компания представлена командой Dragon Capital Investments, которая уже имеет в своем активе три сделки.

Из фондов с украинской регистрацией активно действуют семь фондов КУА «Сварог эссет Менеджмент», фонд «Унибундинвест» КУА «Форум», «Восточно-Европейский инвестиционный фонд» КУА «Автоальянс-XXI», фонд «Кремень-Инвест» КУА «Альтера Эссет Менеджмент», фонд «Богдан Капитал» и другие. За многими из них стоят российские или украинские «олигархи».

Из независимых фондов отметим запуск в июле 2009 года фонда ТЕКТ Private Equity Fund I под управлением КУА ТЕКТ. Целевой размер фонда — 500 млн гривен. На сегодняшний день собраны предварительные заявки на сумму 400 млн гривен и сделана первая инвестиция — фонд приобрел более 90% акций компании «Одесса-кондитер».

Основной вывод по Украине: глубокий финансовый кризис, потрясший украинскую экономику, в целом играет катализирующую роль для индустрии PE&VC. Частные фонды относительно (России и Казахстана) активно растут, совершаются сделки и даже идут выходы из инвестиций. С учетом того, что большинство российских фондов и многие европейские фонды имеют географический мандат и на Украину, активность в секторе PE&VC в ближайшем будущем в данном регионе, как минимум, не снизится.

Так же как и Казахстан, Украина является финансовым системообразующим центром для своих соседей — Белоруссии и Молдавии.

И никакого государства даже рядом нет (в отличие от России и Казахстана)! Оно и ясно — все чиновники заняты большой политикой. ◻

Продолжится ли укрепление?

Аналитики компании «Совлинк» прогнозируют поведение рубля относительно курса доллара в наступающем году

В середине декабря рубль (впервые за два месяца) протестировал уровни 30 руб./доллар и 37 рублей — к бивалютной корзине. На наш взгляд, такая ситуация объясняется сочетанием нескольких факторов:

1. В конце первой декады декабря котировки фьючерсов WTI опустились ниже 70 долларов за баррель.
2. Закрытие года, репатриация долларов глобальными участниками рынка.
3. Усиление ожиданий сворачивания антикризисных мер ФРС.
4. Сокращение спроса на рисковые активы вследствие нескольких совпавших во времени событий (реструктуризация Dubai World, снижение суверенных рейтингов / прогнозов рейтинга Греции и Испании, возросшие опасения распространения кредитных рисков).
5. Традиционный пик расходов российского бюджета.
6. Пик выплат по российскому корпоративному внешнему долгу.
7. Политика ЦБ. Хотя официально регулятор говорит о стремлении сглаживать валютными интервенциями лишь рыночную волатильность, укрепление рубля вряд ли можно считать желательным. Поэтому текущее умеренное ослабление рубля — отличный повод для ЦБ минимизировать свое вмешательство и показать рынку, что не следует делать ставку на постоянное укрепление национальной валюты. При этом колебания в рамках сложившегося коридора (35–38 рублей к бивалютной корзине) воспринимаются рынком достаточно спокойно. Участники ждут от ЦБ усиления интервенций на границах коридора.

Продолжится ли укрепление рубля в 2010 году?

При заданных предпосылках (курс EUR/USD 1,35–1,60, нефть в диапазоне 65–80 долл./барр., бивалютная корзина в действующем коридоре 35–38 руб.), мы ожидаем курс рубля в следующем году в диапазоне 27,6–32,9 руб./доллар.

Перечень статей, опубликованных в «Вестнике НАУФОР» в 2009 году

ИНТЕРВЬЮ

Абрамов А. Жизнь после кредитов (9)
Агафонова Н. Технологии лидерства (10)
Александров Д. Ни слова о гарантиях! (1)
Амосов С. Переписываем набело (2)
Ананьев Д. Рисковать правильно (10)
Астанин Э. Полигон для новаций (12)
Беляев В. Смена лиги (6)
Ведев А. Расти от испуга (1)
Ведев А. Длительно, системно (9)
Вильданова Л., Хренов В. Анатомия воли — по стандарту (7-8)
Гавриленков Е. Сила ограничений (5)
Горюнов Р. Слышать рынок (11)
Данилов Ю. Песо-юане-рубль (7-8)
Дмитриев М. Пока вагон не отцепили (9)
Дронов В. Рынок должен жить (10)
Евстигнеев В. Всемирный, эмиссионный (2)
Казаченко Е. Разделяй и делай (9)
Корищенко К. Дело не в географии (4)
Кузнецова А.. По-прежнему в центре (4)
Курляндчик В. Гонка вооружений
Марич И. SPAN – управление рисками (4)
Медведева Т. Консерватизм права—норма (6)
Минцев Ю. Неоднозначный кризис (5)
Миркин Я. Жизнь среднего размера (12)
Пепеляева Л. Закон об инсайде будет работать (7-8)
Савицкий С. Тест на кризис (4)
Синенко А. Эффект пятого элемента (3)
Темкин М. CIB – великий и могучий (4)
Федотов. А. Кастоди — это не депозитарий (3)
Хренов В., Вильданова Л. Анатомия воли — по стандарту (7-8)
Шаронов А. Нескучная русская жизнь (2)

СТАТЬИ

Аврамов С. Лекарство от болезней роста? (9)
Амброжевич О. С минимальными рисками (6)
Амосов С. Конструктор-хранитель (3)
Ананьев Д. Амбиции — путь к развитию (6)
Аристов С., Черкасский Б. ППП: стандартно, удобно (1)
Артамонов А. Инсайдеров — за решетку (2)
Арыстанов А. Региональный финансовый центр (12)
Балусова С. Обещанного не ждать! (1)
Баратова М. Вместо кредита (11)
Барщевский А., Ненахова Е. Стратегическое кредитование (5)
Бекжанов А. Финансирование без процента (11)
Беленькая О. Дисбалансы остаются (9)
Без права пересдачи (круглый стол «Состояние российского фондового рынка в условиях финансового кризиса: первые уроки) (9)
Бородкин Л., Перельман Г. Русский Доу-Джонс (4)
Бородкин Л., Перельман Г. Русский Доу-Джонс-2 (6)
Варишкина Е. В три этапа (6)
В зеркале наших публикаций. 2009 год (12)
Все-таки рост? (прогноз индекса РТС от компании ФИНАМ) (1)
Гавриленко А, Наступает сезон отдачи (5)
Гейнц Д., Смоленчук Ф. Резервная валюта и кризис перепотребления (5)
Данилов Ю. Национальное в рамках глобального (6)
Демушкина Е. Расширение инструмента (2)
Демушкина Е, Списать нельзя учитывать (7-8)
Дмитриев М. Кто платит? (11)
Есть ли свет в конце туннеля? (эксперты Центра стратегических исследований Банка Москвы и «Альфа Банка» о ситуации в российской и мировой экономике) (6)
Иванов А. Не только для брокеров (1)
Иванов А. Не только для брокеров-2 (3)
Иванов А. Не только для брокеров-3 (6)
Ильина Я., Соловьев П. Деривативы и кризис (3)
Ильина Я., Соловьев П. Кредитные дефолтные свопы — переоценка (5)
Инвестиции в компенсации (создание компенсационного фонда на российском фондовом рынке) (3)
Казаченко Е. Что нам стоит (брокерский) дом построить (10)
Камротов М. Ставки и стабильность (3)
Коновалов В. Пишем сценарии (1)
Коновалов В. Дно за дном (2)
Коновалов В. То взлет, то посадка (3)
Коновалов В. Позитивный март (4)
Конвалов В. Интерес к риску (5)
Коновалов В. Можно, но осторожно (6)
Коновалов В. В прежнем качестве (7-8)
Коновалов В. В целом неплохо (9)
Коновалов В. В майке лидера (10)
Коновалов В. Сигналы волнения (11)
Коновалов В. Просели на Дубае (12)
Кузнецов В. Пузыри и бонусы (9)
Кузнецов В. Первая ласточка (10)
Курасов А. Сафари — только по лицензиям (5)
Лауфер М. От дискуссии к практике (4)
Левченко В. Конец эпохи? (7-8)
Лендьел И. Деньги решают не все (11)
Миркин Я. Ампутация? Терапия? (9)
Мишина В. Рубль на мировом рынке (7-8)
Наумов С. LIFFE уже обогнали (4)
НАУФОР консультирует (1, 3, 5, 7-8, 9, 10)
НАУФОР против повышения требований к капиталу (7-8)
Ненахова Е., Барщевский А. Стратегическое кредитование (5)
Ненахова Е. Кульминация супербума (11)
Перельман Г., Бородкин Л. Русский Доу-Джонс (4)
Перельман Г., Бородкин Л. Русский Доу-Джонс-2 (6)
Под знаком полумесяца (Конференция «Исламское финансирование. Перспективы развития в России») (12)

Подъем без лифта? (Круглый стол в ИНСОР «Прогноз развития экономики Росси на 2009 год») (1)
Прохоров В. Денежное многообразие (2)
Рожанковский В. Оптимальная ипотека (3)
Рожанковский В. Хроники кризиса (7-8)
Рожанковский В. От глобализации к короткому замыканию (12)
Рубцов Б. Фондовый рынок КНР (2)
Серебренников Д. Инсайд взглядом инвестора (3)
Серебренников Д. Чемпионат продолжается (9)
Смирнов А. Не бей Фому за Еремину вину (4)
Смирнов А. Достоверность и допустимость (7-8)
Смирнов А. Вектор перераспределения (10)
Смоленчук Ф., Гейнц Д. Резерваня валюта и кризис перепотребления (5)
Соловьев П. Вопреки кризису? (1)
Соловьев П., Ильина Я. Деривативы и кризис (3)
Соловьев П., Ильина Я. Кредитные дефолтные свопы — переоценка (5)
Соловьев Д. Акционер + менеджер (7-8)
Степина И. Налоги с убытка (4)
Сырье дешевеет, капитал уходит (прогнозы аналитиков ING Wholesale Banking на 2009 год) (1)
Тимошкин А. Необычные. Незаконные (11)
Тренд — неясность (аналитика российских брокерских компаний в июле-августе 2009 года) (7-8)
Тузикова Е. Воля к консенсусу (11)
Ученье — свет (онлайн-семинар по вопросам вступления в силу Приказа ФСФМ «Об утверждении Положения о требованиях и подготовке к обучению сотрудников организаций, осуществляющих операции с финансовыми средствами или иным имуществом, в целях противодействию легализации доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма») (4)
Федоров Е. Токсины вон! (3)
Фигуров А. Потерянный рай или?.. (12)
Шеин М, После пожара (9)

МЕРОПРИЯТИЯ

Две концепции защиты (встреча, организованная по инциативе ФСФР РФ по вопросу созданий компенсационного механизма на финансовом рынке) (3)
День рождения индекса РТС (10)
Интеграция возможна? (вторая Бакинская международная банковская конференция СНГ) (10)
Искусство видеть возможности (Конференция НАУФОР «Кризис как возможность») (4)
Ни Л. Инвест-яхтинг (7-8)
Регионы на фондовом рынке (круглый стол «Развитие региональных компаний на фондовом рынке» в рамках второй Уральской конференции НАУФОР) (10)
Российский master agreement (документация для срочных сделок на внебиржевых
Терентьева Н. Объединить усилия (4)
Уральская конференция (вторая Уральская конференция НАУФОР «Российский фондовый рынок 2009) (10)
Финансовый аналитик — это звучит гордо (вручение премии за лучшее диссертационное исследование 2006-2007 гг. в области финансовых рынков)(1)
Шанс измениться (Инвестиционный форум «Россия 2009» «Тройки Диалог») (2)

КНИЖНАЯ ПОЛКА

Алексашенко С. Битва за рубль: взгляд участника событий (4)
Беккин Р. И. Исламская экономическая модель и современность (12)
Вайн С. Глобальный финансовый кризис: Механизмы развития и стратегии выживания (3)
Гилман Е. Дефолт, которого могло не быть (5)
Евстигнеев В. Прогнозирование доходности на рынке акций (2)
ИЭПП. Экономика переходного периода. Очерки экономической политики посткоммунистической России (7-8)
Улюкаев А. Современная денежно-кредитная политика: проблемы и перспективы (9)
Цыганок А. От спекуляций к инвестициям. Фондовый рынок для частных инвесторов (1)
Финансовый кризис в России и в мире (под ред. Е. Т. Гайдара) (6)
Reinhart, Carmen M. And Kennet S. Rogoff. This Time is different: eight centuries of financial folly (11)

Беккин Р. И. Исламская экономическая модель и современность — М.: Издательский дом Марджани, 2009

Новая книга известного российского исламоведа Рената Беккина посвящена теоретическим и практическим аспектам исламской экономической модели. В ней анализируются тенденции и перспективы реализации этой модели в условиях современной системы мирохозяйственных связей, показаны место и роль исламской экономики в финансовых системах мусульманских и немусульманских стран.

Автор указывает, что отличительной особенностью исламской экономики как науки и практической деятельности, является рассмотрение экономических категорий (богатства, денег, капитала, производства) через призму исламских этических ценностей. Р. Беккин ссылается на суждение Абу Али Султана о том, что центральной проблемой экономики должен стать не вопрос о распределении ресурсов, а вопрос ограничения человеческих потребностей.

В исламской экономике существует ряд ограничений. Недопустимый гарар (опасность, неопределенность) делает сделку недействительной. Очевидно, что в деловой практике всегда присутствует риск, однако этот риск не должен создавать преимуществ для одной из сторон. Ситуация с недопустимым гараром рассматривается на примере известной сказки «Вершки и корешки». Абсолютно запрещенным является майсир – доход, явившийся не результатом вложения труда или капитала, а образовавшийся в результате некой случайности. Недопустимым представляется и взимание ссудного процента (риба).

В монографии подробно рассматривается работа исламских банковских учреждений. Основой инвестиционного финансирования являются специфические инструменты мудараба и мушарака, построенные на основе долевого участия банка в капитале заемщиков. При формировании пассивов банки создают разнообразные механизмы поощрения вкладчиков, но привычный для традиционного банкинга фиксированный процент отсутствует.

Исламское страхование такафул построено на концепции табарру, что в переводе с арабского означает «дар», «пожертвование». В книге освещен опыт исламского страхования в разных странах.

В рамках исламской экономической модели существует и исламская ипотека. Правда, как следует из примеров, приведенных автором, она реализована, главным образом, в неисламских странах.

Специальный раздел книги посвящен рассмотрению вариантов реализации исламской экономической модели в различных странах. Автор выделяет монистическую модель, где исламизация проводилась в масштабах всей финансовой системы. Таких стран всего три: Иран, Пакистан и Судан. На сегодняшний день лишь в Судане сохраняют приверженность этой модели. Дуалистическая модель характеризуется тем, что государство оказывает политическую и иную поддержку исламским финансовым институтам. При этом традиционный и исламский секторы существуют параллельно. Дуалистическая система реализована в Малайзии и ряде других исламских стран.

И, наконец, в большинстве стран господствует традиционная экономическая модель. В них отсутствует специальное законодательство, регулирующее работу исламских банков и других финансовых структур. К числу таких государств относится и Россия.

Отсутствие в нашей стране специального законодательства не является непреодолимым препятствием для развития исламских финансов. В книге детально анализируется опыт по созданию исламских финансов в России, рассматриваются перспективы реализации исламской экономической модели и ее отдельных положений на практике.