Содержание

№1, ЯНВАРЬ 2011

СОБЫТИЕ

ММВБ и РТС объединяются?

Главная новость месяца: подписано соглашение, результатом которого станет объединение двух крупнейших российских бирж, ММВБ и РТС.

ТЕМА НОМЕРА: ПРИРАСТАТЬ КЛИЕНТАМИ

4 **Войти в финальную пятерку**

Генеральный директор ОАО «Регистратор Р.О.С.Т.» Олег Жизненко рассказывает главному редактору журнала «Вестник НАУФОР» Ирине Слюсаревой о ключевых задачах регистраторского бизнеса на данном этапе, о рыночной ситуации и о стратегии компании, которую он возглавляет.

18 **На чем зарабатывают брокеры**

Специалисты обсуждают, что такое электронная торговля, каково в ней место брокера и отпадет ли со временем потребность в человеке-трейдере.

ЭКСПЕРТНОЕ МНЕНИЕ

28 **Неспокойный год**

Динамика российского рынка акций в 2010 году была неоднородной и фактически имела три ярко выраженных трендовых движения: активный рост в первые месяцы года, когда рынок смог достичь уровней июля 2008 года, падение в апреле-июне, и новый виток роста во второй половине года, в результате которого были установлены новые годовые максимумы.

ЗАДАЧА / РЕШЕНИЕ

32 **Навстречу ETF**

Пока активы ETF существенно меньше, чем активы традиционных mutual funds, однако нетто-приток средств в них значительно выше.

46 **Российский тренд в Гонконге?**

Первым российским листингом на Гонконгской фондовой бирже стало состоявшееся 27 января 2010 года масштабное размещение акций ОК «Русал». Относительная успешность «пилотного» проекта «Русала», добившегося основных поставленных на IPO целей, может инициировать целую серию российских размещений в Гонконге.

54 **Основные средства**

Сравнительная оценка правил отражения в отчетности основных средств по российскому положению по бухгалтерскому учету и МСФО (IAS) 16.

Работать для клиента

Заместитель председателя правления Группы компаний «РЕГИОН» Сергей Судариков рассказывает главному редактору «Вестника НАУФОР» Ирине Слюсаревой о том, как удалось пережить кризис и что было сделано менеджментом для того, чтобы снова набрать обороты.

12

42

Психология в технологиях

Методом проб и ошибок в управляющей компании «Райффайзен Капитал» пришли к пониманию того, как нужно выстраивать систему продаж инвестиционных продуктов и завоевывать лояльность клиентов. Как результат — лидерство в открытых фондах за последние два года.

62

СОБЫТИЕ

Высотный рынок

К двадцатилетию Санкт-Петербургской фондовой биржи.

Прирастать клиентами

Люди порой склонны демонизировать роль денег. Для одних опорным является тезис о верблюде, способном пройти в игольное ушко; другая группа товарищей напирает на то, что деньги суть орудие эксплуатации человека человеком.

Представляется, что самим финансистам пристало оперировать, скорее, идеями Георга Зиммеля, который напрямую связывал интеллект и денежную экономику. Деньги, как и интеллект, считал Зиммель, развиваются параллельно с ростом свободы и возрастанием индивидуализации членов социальных групп.

Будучи посредником по определению, финансист работает в интересах всех категорий клиентов. Он крайне заинтересован в том, чтобы к нему обращались любые потребители его услуг.

Если верить Зиммелю, то результат подобных усилий положителен во всех смыслах. И тем, кто имеет деньги, и тем, кто имеет нужду в деньгах, финансист (благодаря своему интеллекту, конечно) помогает оперировать наиболее эффективно.

И никакого демонизма.

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, президент ЗАО «ММВБ»;
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;
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, заместитель генерального директора НРД;
Александр Щеглов, генеральный директор ИК «Церих Кэпитал Менеджмент»;
Олег Ячник, председатель Совета директоров инвестиционной фирмы «Олма».

Редакция
Шеф-редактор **Владимир Кузнецов**
Ответственный секретарь **Лидия Ни**
Подписка **Татьяна Миронова**
Арт-директор **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) 787-7774/5 доб. номер 5226.

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.

ММВБ и РТС объединяются?

Главная новость месяца такова: подписано соглашение, результатом которого станет объединение двух крупнейших российских бирж — ММВБ и РТС

Реально возможность подобной сделки обсуждалась еще с лета 2010 года, когда президентом ММВБ стал Рубен Аганбегян.

Пять акционеров Российской торговой системы из числа крупнейших — «Тройка Диалог» «Атон», Альфа-банк, «Ренессанс Брокер» и «Да Винчи Капитал» — подписали в здании Банка России на Неглинной соглашение о намерении продать свои доли в капитале биржи РТС. Как заявил первый зампред Банка России, председатель совета директоров ЗАО ММВБ Алексей Улюкаев, после того как ММВБ приобретет контрольный пакет РТС, биржи будут объединены. «Предполагаем во второй половине апреля подписать все документы. После этого, почти безотлагательно, сделка будет закрыта»,— заявил господин Улюкаев.

Соглашение предусматривает в срок до 15 апреля разработать юридический и бизнес-план объединения двух структур. Технологическое объединение бирж может быть завершено в течение 2011-2012 годов.

В соответствии с установленными в Соглашении параметрами, 35% приобретаемого пакета акций ОАО «РТС» будут оплачены денежными средствами, 65% — акциями ЗАО «ММВБ». Группа ММВБ предложит другим акционерам РТС также присоединиться к данному соглашению на этих условиях. (Осенью ММВБ оценивала биржу-конкурента в 750 млн долларов и собиралась оплатить деньгами лишь 20% акций, но тогда цена не устроила акционеров РТС.)

Объединение бирж представители государственных структур называли ключевым условием формирования международного финансового центра в Москве. О неизбежности подобного развития событий говорил руководитель ФСФР России Владимир Миловидов. Затем о необходимости объединения бирж заявлял руководитель проектной группы по созданию международного финансового центра при президентском совете по финансовым рынкам Александр Волошин. В конце прошлого года этот вопрос обсуждался на совещании у президента Дмитрия Медведева. По его итогам правительству было дано поручение проработать вопрос выхода ЦБ из числа акционеров ММВБ.

Предполагается, что объединенная мегабиржа консолидирует лидерство ММВБ на рынке спот и позиции РТС на рынке производных финансовых инструментов.

Выкуп акций будет производиться исходя из следующих оценок стоимости: РТС — 1,15, ММВБ — 3,45 млрд долларов. При этом деньгами будет оплачиваться 35% стоимости акций РТС, остальные 65% будут обменены на акции объединенной компании с коэффициентом 1 к 3. Премия относительно рыночной цены РТС составила 37%, она включает премию за контрольный пакет и учитывает факт подготовки Российской торговой системы к IPO.

ММВБ собирается стимулировать выкуп долей РТС за акции объединенной компании, а не за кэш. Если акционер РТС захочет получить 100% акциями, то он получит премию в 200 тыс. долларов на 1%, сообщил руководитель департамента операций на финансовых рынках ЦБ РФ, член совета директоров ММВБ Сергей Швецов. Он добавил, что акционеры, которые пожелают получить за свои пакеты денежные средства, получат их в соответствии с оценкой РТС в 840 млн долларов. Эта оценка включает только стоимость бизнеса РТС без премии за контроль.

Что касается IPO РТС, которое рассматривалось как защитный инструмент от поглощения ММВБ, то сейчас в рамках сделки юридически будет предусмотрена уже защита от невыхода объединенной биржи на IPO. По словам Швецова, если решение об отказе от IPO будет принято акционерами ММВБ, то бывшие акционеры РТС смогут продать свои пакеты акций объединенной биржи с премией в 12,5%, которая будет представлять собой компенсацию упущенной выгоды.

Запущенный процесс объединения ведущих российских биржевых площадок будет иметь еще одно важное следствие. Г-н Улюкаев сообщил, что Центробанк принял решение начать процесс выхода из капитала биржи. Как известно, ряд участников фондового рынка считает, что Банк России как мажоритарный акционер группы ММВБ (с долей 36%) может оказывать давление на других акционеров.

После объединения бирж доля Банка России, как пояснил г-н Улюкаев, будет менее 30%. Затем планируется провести IPO акций объединенной биржи. «Этот процесс займет два-три года. Банк России не будет пользоваться преимущественным правом акционера в процессе IPO, что также уменьшит его долю», — сказал Улюкаев.

Окончательный график выхода ЦБ из капитала биржи будет подготовлен к 1 июня 2011 года. ◻

Олег Жизненко
генеральный директор ОАО «Регистратор Р.О.С.Т.»

Войти в финальную пятерку

Последние события меняют ландшафт регистраторского рынка, усиливая и без того постоянный многолетний тренд на сокращение количества регистраторов

Генеральный директор ОАО «Регистратор Р.О.С.Т.» Олег Жизненко рассказывает главному редактору журнала «Вестник НАУФОР» Ирине Слюсаревой о ключевых задачах регистраторского бизнеса на данном этапе, о рыночной ситуации и о стратегии компании, которую он возглавляет.

— Как сейчас складывается ситуация на российском рынке регистраторских услуг?

— Регистраторский рынок уже второй год находится под воздействием серьезных изменений. Основные «драйверы» — значительное увеличение нормативов по собственным средствам, ужесточение регулирования и жесткие меры со стороны ФСФР ко всем участникам рынка без исключения; введение штрафов, сопоставимых с годовой прибылью небольших регистраторов; череда слияний и поглощений и, как следствие, обострение конкурентной борьбы; громкие скандалы, связанные с незаконным списанием ценных бумаг на многомиллионные суммы, а также уход из отрасли компаний, чьи названия практически ассоциировались с самим понятием «регистратор». Все события существенным образом меняют ландшафт регистраторского рынка, усиливая и без того многолетний тренд на сокращение количества регистраторов. За последние пять лет их количество уменьшилось практически в два раза — с 81 до 44, в основном за счет региональных и кэптивных регистраторов. В год с рынка уходит 6–8 компаний. Если сокращение продолжится такими темпами, то к 2012 году на рынке останется не более 30 регистраторов.

— Какое место среди остальных участников рынка занимает «Регистратор Р.О.С.Т»?

— На данном этапе наша компания находится на лидирующей позиции. 2010 год был для нас очень удачным: мы присоединили крупного регионального регистратора АВИСТА и приняли на обслуживание ряд крупных клиентов, а также укрепили свое положение по ряду других направлений, в которых уже традиционно держим лидерство на протяжении нескольких лет. С другой стороны, вырвавшись вперед, сейчас мы, можно сказать, физически ощущаем повышенное внимание и со стороны конкурентов, и

со стороны клиентов, и со стороны регулятора. Но это и неплохо: качество услуг будет расти.

— Каковы главные проблемы регистраторского рынка?

— Незрелость, если не сказать, отсутствие рынка. Если в некоторых отраслях ФАС прилагает ощутимые усилия для того, чтобы расследовать картельные сговоры, то среди регистраторов по-прежнему сохраняется почти «первобытная», иногда за гранью здравого смысла, ценовая конкуренция. На наш взгляд, вызвано это не тем, что акционеры регистраторов получают меньшие дивиденды, и не тем, что компании не могут развиваться технологически из-за бюджетов. Основная причина в том, что конкурировать за квалифицированный персонал становится все труднее, и в отрасли есть ощутимая проблема, связанная с уходом квалифицированных сотрудников. Если говорить проще: у компании, работающей на рынке услуг, всегда два вида клиентов: собственно клиенты и сотрудники, которые нужны, чтобы делать клиентов счастливыми. Демпингующий регистратор предложил клиенту сервис по минимально низкой цене, а что он может предложить собственному сотруднику? Какого качества сервис будет оказан клиенту сотрудником с копеечным окладом?

Другая проблема отчасти вызвана все той же незрелостью рынка: это некая «зацикленность» регистраторов на самих себе. Со стороны кажется, что регистраторы — это очень плотное и активное сообщество, имеющее свое «особое регистраторское мнение» в отношении любого заметного события, но в реальности каждый продолжает жить в своей «регистратороцентрической» системе. Зачастую в этой системе отсутствует реальное понимание потребностей инвесторов и чувство пульса современного финансового рынка. Нужно об этом помнить и не забывать о том, что интересы инвесторов должны быть на первом месте.

— Является ли достаточной законодательная и нормативная база российского регистраторского бизнеса?

— Пока не все в законодательной базе идеально, но нужно отметить, что в этом направлении последнее время наметился явный прогресс. Приняты изменения к основополагающему для регистраторов Положению о ведении реестров (так называемое «27-е Постановление»), а также представлен проект новой редакции 21-го Постановления «О порядке передачи реестров». ФСФР старается обеспечить регистраторов актуальной нормативной базой, и в целом эта деятельность способствует повышению надежности и прозрачности регистраторов. Большой плюс в этом процессе — конструктивный диалог с регулятором, который широко обсуждает проекты документов с участниками рынка, адекватно реагирует на замечания, притом, что иногда эти инициативы приходятся не всем по вкусу.

— Какие задачи ставит перед регистраторами идея создания финансового центра?

— Повышение прозрачности. Как с точки зрения процедур, управления рисками, так и с точки зрения всех без исключения тарифов. Снижение тарифов за проведение транзакций в реестрах, сокращение сроков проведения операций. Кроме того, регистраторам нужно уметь дистанцироваться от корпоративных конфликтов, к сожалению, эта «болевая точка» существует давно. Также важно улучшить управление рисками; в части обеспечения сохранности ценных бумаг в реестрах.

Сейчас есть ощущение, что тот из регистраторов, кто сумеет построить надежную и недорогую технологическую цепочку, которая гарантирует отсутствие роста затрат пропорционально росту количества операций, тот будет чувствовать себя адекватно при неизбежных изменениях.

— Как вы оцениваете перспективы создания центрального депозитария?

— Пока у нас есть две фондовых биржи, центрального депозитария в том смысле, который обычно вкладывают в это понятие, у нас не будет. Этот вопрос вторичен по отношению к вопросу построения биржевой системы. Когда-нибудь центральный депозитарий будет создан, но, на мой взгляд, это вопрос не 2011 и не 2012 года. [Г-н Жизненко отвечал на вопросы «ВН» до того, как стала известна новость об объединении ММВБ и РТС.]

— Какова стратегия компании «Регистратор Р.О.С.Т»?

— У нас выделено несколько направлений, на которых мы сосредоточиваем усилия. Мы являемся активным игроком на рынке слияний и поглощений. Это означает, что мы проводим постоянную работу по поиску объектов для присоединения, умеем оценивать регистраторов, интегрировать их в объединенную компанию и успешно работаем в этом направлении. Самый свежий пример — регистратор ЗАО «Реестр А-Плюс», крупнейший региональный регистратор, решение о покупке которого было принято буквально на днях. Это одиннадцатое и самое крупное наше приобретение, которое по масштабу и перспективности обошло объединение реестродержателей «Панорама» и «ФРК»,

ПОЧТИ В 2 РАЗА

уменьшилось количество регистраторов за пять лет

Если говорить проще: у компании, работающей на рынке услуг, всегда два вида клиентов: собственно клиенты и сотрудники, которые нужны, чтобы делать клиентов счастливыми. Демпингующий регистратор предложил клиенту сервис по минимально низкой цене, а что он может предложить собственному сотруднику? Какого качества сервис будет оказан клиенту сотрудником с копеечным окладом?

результатом которого стало создание Р.О.С.Т.а.

Второе важное направление — совершенствование продукта, а именно — расширение линейки услуг. Как я уже говорил, конкуренция на регистраторском рынке достаточно жесткая, и чтобы не растерять квалифицированные кадры, противостоять натиску конкурентов и активно развиваться, мы разрабатываем и предлагаем клиентам консалтинговые и депозитарные услуги. Это позволяет, в том числе, шире смотреть на ситуацию и видеть новые ниши и для регистратора.

Мы активно развиваем отношения с клиентами. Система персональных менеджеров, поиск новых точек для соприкосновения, плотное взаимодействие — вопросы удержания клиентов сегодня важны как никогда.

Как компания, которая обладает самой обширной региональной сетью, мы уделяем много внимания ее развитию. Рынок сужается, клиенты федерального уровня озадачены сервисом для своих акционеров по всей России — поэтому наличие большой, хорошо организованной филиальной сети есть объективное требование рынка.

Еще одна ключевая задача — совершенствование технологий. Без инвестиций в них никак не обойтись. Регистратор, который ставит перед собой задачи развития, а не выживания, просто обязан иметь технологии, которые не только позволяют обеспечивать нужную производительность при должном уровне надежности, но и держать под контролем себестоимость проведения одной операции.

Если говорить о различных аспектах нашей стратегии, то одним из важнейших является вопрос повышения качества управления. Нам важно, чтобы компания управлялась правильно на всех уровнях нашего бизнеса: чтобы была понятная стратегия, правильная организационная структура, мотивация сотрудников на достижение результата. Ситуация на рынке меняется, и у нас есть основания полагать, что консолидация отрасли не остановится на тридцати регистраторах, а будет

продолжаться, асимптотически стремясь к пяти участникам рынка. И мы стараемся делать все, чтобы уверенно войти в эту финальную пятерку. ◻

«Регистратор Р.О.С.Т.» появился на российском рынке в мае 2001 года, когда акционерами регистратора «Панорама» и «Фондовой регистрационной компании» было принято решение о слиянии.

Затем Р.О.С.Т. последовательно рос и укрупнялся за счет сделок M&A. В 2006 году компания присоединила ЗАО «Регион-Регистр» и ОАО РЕГИСТРАТОР «ЛОКО».

В апреле 2007 года Р.О.С.Т. присоединил к себе компанию «Регистратор ОАО «СР «Альпари». Количество эмитентов, обслуживаемых Р.О.С.Т., превысило 2000.

В прошлом году завершилось присоединение к ОАО «Регистратор Р.О.С.Т.» компании «Специализированный регистратор «АВИСТА».

ОАО «Регистратор Р.О.С.Т.» имеет самую разветвленную региональную сеть: 30 его региональных представительств, расположенных более чем в 20 регионах России (в том числе на Дальнем Востоке, Краснодарском крае, в Челябинской, Омской, Нижегородской, Воронежской и других областях), а также более 200 трансфер-агентов позволяют обслуживать зарегистрированных лиц на всей территории РФ.

Сергей Судариков
заместитель председателя правления
Группы компаний «РЕГИОН»

Работать для клиента

Умение выстроить отношения с людьми в кризисное время сыграло такую же важную роль, как чисто профессиональные финансовые навыки

Заместитель председателя правления Группы компаний «РЕГИОН» Сергей Судариков рассказывает главному редактору «Вестника НАУФОР» Ирине Слюсаревой о том, как удалось пережить кризис и что было сделано менеджментом для того, чтобы снова набрать обороты.

— Сергей Николаевич, что происходило в Группе компаний «Регион» до кризиса?

— До кризиса мы активно развивали два направления. Во-первых, специализировались (и продолжаем специализироваться) на управлении активами. Управляющие компании «РЕГИОН Эссет Менеджмент» и «Регион Девелопмент», входящие в Группу, управляют активами негосударственных пенсионных фондов, страховых компаний, словом, работают с институциональными инвесторами. Это консервативные клиенты, их специфика — работа по преимуществу на долговом рынке, а мы исторически работали на нем. Именно эта компетенция позволила нам набрать достаточно хорошую клиентскую базу. Дополнительно клиентов привлекало и продолжает привлекать то, что мы делаем специально для них продукты, которые в консервативных инструментах показывают доходность, превышающую средние доходности в долговом сегменте. В частности, мы активно занимались созданием ПИФов недвижимости и перед кризисом добились ощутимых результатов.

Во-вторых, брокерская компания «РЕГИОН» традиционно проводила торговые операции на долговых рынках (вексельном и облигационном) и занималась привлечением финансирования для банков и предприятий. Наши клиенты — институциональные инвесторы (управляющие компании, банки, страховые компании) — потребители вексельных программ и облигационных займов. В 2007–2008 годах бизнес успешно развивался. Мы организовали большое количество облигационных займов (специализируясь на размещении бумаг эмитентов второго-третьего эшелонов), активно торговали на вексельном и облигационном рынках, реализовали значительное количество вексельных программ для различных клиентов, в том числе для региональных банков среднего размера. Таким образом, в то время, когда кризис

только начинался, на наших собственных позициях консолидировалось много различных активов. В частности, скопились неликвидные бумаги (облигации и векселя), а также были запущены стартапы по недвижимости и ЗПИФам.

Дополнительно мы были достаточно крупным оператором на рынке репо: брали и давали бумаги в заем, выступали в качестве маркетмейкера. Целый ряд клиентов работал на этом рынке через нас, в том числе перереповывал свои позиции. Соответственно, когда в середине сентября 2008 года возник серьезный кризис ликвидности, то одновременно произошло несколько неприятных для нас вещей. Банки стали требовать закрытия выделенных на нашу компанию кредитных линий, при этом рынок репо тоже закрылся, и далеко не все наши контрагенты стремились выполнять свои обязательства и возвращать деньги. Начала множиться цепочка неплатежей, плюс положение осложняла упомянутая мной неликвидная позиция, которую невозможно было реализовать быстро.

Все наши проблемы вышли на публичный уровень, о компании постоянно публиковались статьи негативного содержания, и в результате подобного информационного прессинга банки-кредиторы, на мой взгляд, просто теряли голову.

— Трудности возникли именно по причине форс-мажора, или недооценка рисков тоже имела место?

— С точки зрения кредитных рисков по нашему портфелю было мало дефолтов (имею в виду не только собственную позицию, но также позиции клиентов). Именно это в итоге позволило нашей компании сохранить клиентскую базу. Кроме того, мы не перекладывали свои проблемы на клиентов — ни в доверительном управлении, ни на брокерском обслуживании. Причиной тяжелого развития ситуации была наша принципиальная позиция не решать проблемы за счет клиентов. Но ведь в целом никто не отменял правило соотношения риска и доходности: чем больше риск, тем больше зарабатываешь. То, что произошло в России в середине сентября 2008 года — это ситуация, которую трудно прогнозировать с точки зрения риск-менеджмента. Строить систему риск-менеджмента исключительно для такого рода ситуаций невозможно. В общем, мы, конечно, брали на себя определенные риски, и в кризис они оказались чрезмерными. Но если бы не кризис, то мы показывали бы достаточно хорошие темпы развития.

Основным был риск ликвидности. Мы специализировались на бумагах второго-третьего эшелона. Недвижимость, с которой мы работали, тоже была не самой ликвидной. Когда произошло одновременное невыполнение обязательств несколькими банками, а также начались неплатежи на рынке репо, то наша ликвидность предельно сжалась. В итоге осенью 2008 года Группа компаний «Регион» пережила что-то вроде локального апокалипсиса.

Всю вторую половину сентября и октябрь мы переламывали ситуацию. Это был героизм в чистом виде. Наши сотрудники сидели в офисе до поздней ночи, спали по три-четыре часа в сутки. Каждый прожитый день становился очередной победой. Мы вспоминаем это время с гордостью, но и с тяжелым чувством. Со многими людьми пришлось расстаться, однако мы сохранили костяк команды.

Серьезно помогло подключение нашего акционера. Александр Адамович Рудик в непростую минуту лично внес активы и рассчитался по части обязательств компании. Эта поддержка серьезно нам помогла и придала уверенность.

В итоге за полтора месяца мы пережили шторм и разгребли послештормовые завалы.

«Регион» сумел выстоять.

А 1 ноября 2008 года пришлось начинать практически с нуля. Многие клиенты закрыли брокерские счета и вывели все остатки. Банки, требовавшие возврата кредитов, оставили компанию без ресурсов. Тем не менее с обязательствами «Регион» сумел расплатиться практически полностью. В результате уже в ноябре из всех наших кредиторов остались неудовлетворенными лишь два — «Газпромбанк» и «Новикомбанк». Они были не готовы идти на уступки и собирались подавать на «Регион» в суд. Но и они тоже пошли на диалог, когда увидели, что компания выжила.

На данный момент «Регион» расплатился со всеми своими кредиторами. И мы практически отработали тот капитал, который был потерян.

— То есть к 1 ноября 2008 года из «Региона» ушли клиенты, которые пользовались брокерскими сервисами, на счетах не осталось денег... Из доверительного управления клиенты тоже ушли?

— Нет. С точки зрения качества активов, составляющих портфели клиен-

То, что произошло в России в середине сентября 2008 года — это ситуация, которую трудно прогнозировать с точки зрения риск-менеджмента. Строить систему риск-менеджмента исключительно для такого рода ситуаций невозможно. В общем, мы, конечно, брали на себя определенные риски, и в кризис они оказались чрезмерными.

тов, серьезных вопросов не возникало. А с точки зрения рисков Группы мы пошли навстречу опасениям клиентов, вывели счета asset management из брокерской компании и перевели их в крупные банки с государственным участием. И если какой-то клиент хотел забрать свои активы, то мы их отдавали без проблем. Но при этом объясняли людям: «Смотрите, активы у вас хорошие, просто сейчас их цена упала. Счета, на которых учитываются ваши активы, отделены от основной деятельности компании «Регион», иски на них наложены быть не могут, и поэтому они в безопасности». То есть мы стали фактически консультантами наших клиентов. Значительную часть этой работы проделал лично Андрей Жуйков, возглавляющий направление доверительного управления. Ему удалось выстроить с клиентами такие отношения, которые позволили сохранить клиентскую базу.

— Умение выстраивать отношения с людьми сыграло такую же важную роль, как чисто профессиональные финансовые навыки?

— Совершенно верно. Эту мысль мне, возможно, придется повторять на протяжении всей нашей беседы. Наша компания рыночная, она создавалась с нуля, и мы развивались именно потому, что умели выстраивать отношения с клиентами. В кризис это умение помогло нам выжить. И кстати, часть тех клиентов, которые от нас ушли, после кризиса вернулись, потому что не смогли найти на рынке ту степень комфортности, которую получали у нас.

— Проекты по недвижимости вы заморозили?

— К 2008 году, ожидая спада на рынке недвижимости, мы подошли с готовыми либо высокой степени готовности проектами, находящимися в ПИФах. Новые, естественно, не начинали. Основными клиентами в этих проектах были НПФы, а территориально они реализовались, главным образом, в городе Сургут. Было понятно, что в кризис продавать недвижимость нецелесообразно, потому что ликвидности на рынке нет. Но мы объясняли клиентам, что в спокойное время с этими активами все будет в порядке, надо просто немного подождать. Деньги у НПФ длинные, люди подошли к ситуации с пониманием, поэтому нам удалось дождаться подъема рынка.

Несмотря на тяжелую ситуацию на рынке, нам удалось погасить закрытые паевые инвестиционные фонды. Абсолютный прирост активов ЗПИФа «Югра недвижимость» составил 122,44%, а доходность — 23,4% годовых. На закрытии фонда акций второго эшелона клиенты тоже заработали достаточно хорошую доходность.

В принципе, если активы качественные, то во время кризиса надо просто удержаться от паники. Рано или поздно их стоимость вернется. И, как показала жизнь, ждать этого приходится не всегда долго.

— Итак, 1 ноября 2008 года компания «Регион» начала работать с чистого листа. Как же вы жили дальше?

— На самом деле перед кризисом мы бурно развивались, компания росла и стала большой. Наверное, успех немного вскружил нам голову.

Что поменялось после кризиса? Приходилось встречаться с каждым клиентом в индивидуальном порядке и убеждать вернуться. И уговаривать уже не с того уровня, на котором мы находились до кризиса. И даже не с нуля. А с некоего как бы даже отрицательного уровня. Тут мы поняли, что самое главное — не юридическое лицо, не формальные договорные отношения. Самое главное — это, во-первых, команда, а во-вторых, выстраивание с клиентами отношений доверия. Доверие — это фундамент нашего бизнеса, на котором он может закрепляться и развиваться. Если доверия нет, то добиться ничего нельзя.

Понимание этого после кризиса обострилось.

Нам надо было отработать достаточно большие убытки, вернуть кредиты, кому-то что-то компенсировать — закрытие операций и тому подобное. Мы делали все это шаг за шагом. Заново открывали на компанию торговые лимиты, кредитные линии. Каждую сделку воспринимали как победу, как праздник.

Сейчас «Регион» вернулся в первую десятку компаний, лидирующих по оборотам на рынке облигаций. Мы вернулись на докризисный уровень по операциям с векселями. Лимиты на нас восстановлены.

Пользуясь моментом, хочется сказать спасибо всем нашим партнерам и клиентам за то, что поверили и помогли подняться.

— То есть границы каждого шага определялись тем, что вы восстанавливали отношения с каким-то конкретным клиентом?

— Да. Например, мы оказывали такую услугу — домициляция векселей. (Домициляцией называется назначение плательщиком по векселю какого-либо третьего лица, — как правило, банка.) В кризис мы не тронули ни копейки клиентских денег, полученных для

Наша компания рыночная, она создавалась с нуля, и мы развивались именно потому, что умели выстраивать отношения с клиентами. В кризис это умение помогло нам выжить. И кстати, часть тех клиентов, которые от нас ушли, после кризиса вернулись, потому что не смогли найти на рынке ту степень комфортности, которую получали у нас.

операций погашения векселей. Тем не менее в отношении нашей компании возникла определенная истерия, так что все программы домициляции были свернуты. Потом вернулся один клиент, потом второй и так далее. Постепенно вернулись все, кто продолжил работу по организации вексельных программ. Когда клиенты возвращаются и снова доверяют тебе деньги — это хорошо. Это победа.

Есть еще один урок, который мы выучили в кризис. Раньше мы много работали на собственной позиции. Но сейчас вернулись к докризисным оборотам уже не за счет собственной позиции, а за счет клиентских оборотов.

— Но ведь могут настать времена, когда вы снова откроете собственную позицию, это же зависит от рынка?

— Никогда не стоит говорить «никогда». Отказ от собственной позиции не является жестким базовым принципом. В кризис денег на собственной позиции просто не было, так что мы могли только поддерживать торговый оборот. Но на данный момент деньги постепенно появляются. Однако менять принцип ограниченной собственной позиции уже не хочется.

— Можете ли вы детально описать нынешнее положение компании?

— Нам удалось восстановились обороты, прибыль, объем клиентской базы.

Я думаю, что одна из причин наших трудностей состояла в том, что мы начали слишком широко диверсифицировать свою деятельность, запустили много новых направлений, распылили ресурсы, в том числе материальные. Новые проекты приносят доход не сразу, но в них вовлечены люди, которым нужно платить, возникают и другие траты.

Сейчас мы запускаем новые проекты очень осторожно. И в смысле оплаты труда тоже перешли на новые мотивации. До кризиса зарплаты на рынке были очень серьезными и постоянно росли. Мы участвовали в этой гонке: набирали дорогих специалистов, повышали им оклады. Сейчас уровень бюджета у нас ниже докризисного. Это не значит, что люди стали получать в разы меньше, просто у них теперь фиксинги меньше, а бонусные фонды — больше.

— То есть жизнь в компании строится сейчас по принципу «как потопаешь, так и полопаешь»?

— По большому счету, да. Такой подход заставляет людей работать более качественно.

— Какие именно люди из вашей команды оказали компании наиболее существенную поддержку в кризис?

— Если перечислять всех поименно, то получится очень длинный список. И я боюсь кого-нибудь обидеть неупоминанием. Уже сказано, что в кризис численность нашей команды снизилась. Чтобы отметить тех, кто серьезно помог «Региону» выстоять в кризис, следует просто назвать имена тех, кто остался.

— Произошла ли на российском рынке перегруппировка сил?

— Кризис поменял очень многое. Происходит заметное усиление роли государства. Идут поглощения игроков, с рынка уходят независимые инвестиционные компании. Возникают глобальные корпорации: группа ВТБ, группа Сбербанк, группа Газпромбанк, свою группу создает РЖД и так далее. Они не пользуются услугами независимых игроков, а создают собственную инфраструктуру и планируют работать через нее. Огосударствление идет во всех сегментах — банковском, страховом, фондовом, среди управляющих компаний и негосударственных пенсионных фондов.

Если посмотреть на рейтинг управляющих компаний по объему активов в управлении, то очевидно, что в первой двадцатке присутствует не более трех независимых игроков. Остальные — компании, аффилированные с крупными банками, или компании с государственным участием. Меняется и ситуация на рынке ценных бумаг. Обороты от независимых участников уходят.

Для того чтобы сохранить обороты, надо что-то менять.

Во-первых, надо стремиться повышать уровень профессионализма. То есть не пытаться развивать все направления сразу, а делать только то, что умеешь делать хорошо. И стремиться делать это лучше всех.

Во-вторых, надо пытаться увеличивать объемы операций с постоянными клиентами, давать им новые сервисы. Если раньше мы делали для каких-то клиентов только облигационные займы — и все, то теперь стремимся предложить им и другие услуги: консалтинг, помощь при консолидации, еще что-то.

Словом, надо повышать и качество, и количество услуг, двигаться именно в этом направлении.

Кроме того, надо делать новые продукты. Поскольку «Регион» независимая компания, бизнес-процессы у нас не забюрократизированы, как это часто бывает в крупных структурах. Значит, надо стремиться опережать крупных игроков. Работа на опережение дает

И в смысле оплаты труда тоже перешли на новые мотивации. До кризиса зарплаты на рынке были очень серьезными и постоянно росли. Мы участвовали в этой гонке: набирали дорогих специалистов, повышали им оклады. Сейчас уровень бюджета у нас ниже докризисного. Это не значит, что люди стали получать в разы меньше, просто у них теперь фиксинги меньше, а бонусные фонды — больше.

возможность снимать доходы, наращивать клиентскую базу. А также, что очень важно, поддерживать имидж интеллектуальной компании, которая умеет угадывать желания клиентов.

— Но прирастать новыми клиентами (именно из числа тех, до кого не могут дотянуться крупные структуры) вы ведь тоже можете?

— Мы ориентированы на работу с крупными клиентами. И большинству из них нужен именно индивидуальный подход. Например, они хотят иметь возможность встречаться с человеком, который непосредственно принимает решения и решает возникающие задачи быстро, или получать отчеты не в стандартной форме, а в той, которая им нравится и соответствует их внутренним стандартам и установкам. Или иметь возможность проводить нестандартные операции. И так далее.

Если клиент крупного государственного банка захочет получать отчетность по индивидуальным настройкам, для него вряд ли будут перестраивать бизнес-процессы. А мы можем это себе позволить. Индивидуальный подход удобен и приятен людям. Они ценят уважительное к себе отношение.

— В заключение ваш совет, как справиться с кризисной ситуацией?

— Ни в коем случае нельзя впадать в панику. Нужно идти на переговоры, договариваться, отстаивать свои интересы, искать компромиссы, ну и, конечно же, поддерживать в своих сотрудниках веру в то, что все будет хорошо. ◻

На чем зарабатывают брокеры

Специалисты обсуждают, что такое электронная торговля, каково в ней место брокера и отпадет ли со временем потребность в человеке-трейдере

На эту тему рассуждают генеральный директор торговой платформы RSX Алексей Рыбников, генеральный директор ИК «Брокеркредитсервис» Юрий Минцев и руководитель группы электронного трейдинга «Ренессанс Капитал» Станислав Суриков. Модераторы — председатель правления НАУФОР Алексей Тимофеев и журналист агентства «Интерфакс» Римма Зарипова.

— Что такое электронная торговля?

Юрий Минцев: В целом это подача поручения на покупку или продажу электронными способами.

Алексей Рыбников: Термин electronic execution (то есть электронное исполнение) будет точнее.

Станислав Суриков: Когда говорят об электронной торговле, то в первую очередь всплывает термин DMA (direct market access, прямой доступ на биржу) — отправка клиентом заявки на биржу практически без влияния на нее брокера.

В России электронный рынок существует давно, но пока он довольно плоский. Какие-то более сложные вещи только начинают формироваться, они не сильно распространены, более того, клиенты не всегда их понимают, на мой взгляд.

А. Р.: Если говорить не о России, то приведу пример. Есть такое понятие как best execution. Если ты видишь цену лучше, чем где бы то ни было, ты обязан послать заявку на эту биржу, если ты хочешь сам удовлетворить заявку своего клиента, ты должен поставить ему цену чуть-чуть лучше, чем та биржевая цена. Это, по сути, новая разновидность пипсоводства, брокеры немного добавляют к цене на бирже и забирают заявку себе. Если брокер — крупный маркетмейкер, то он собирает заявки со всех сторон — и на покупку, и на продажу, удовлетворяет их, а себе оставляет спред. Это большой бизнес, и в западных условиях много заявок не доходит до биржи, то есть мэтчится внутри брокера или против его котировок.

Система работает таким образом, что по дороге спред делится между различными участниками рынка. Поэтому если говорить об электронном исполнении, то это тот маршрут, по которому заявка от клиента едет по системе брокеров, доезжает в итоге до площадки — од-

ной, другой, третьей. Этот маршрут и является электронной торговлей, о которой мы сейчас говорим.

Ю. М.: Когда-то в России шли разговоры о клиринговых брокерах, одной из их функций была возможность мэтчить заявки не на бирже. Они пока ничем так и не закончились.

А. Р.: Условия должны быть как минимум такие же, как на бирже, может быть, даже лучше, и при этом нет комиссии биржевой. Кроме того, если большой размер транзакции, ты не качнешь рынок.

— Из того, что было перечислено, на что может быть спрос в России, чего не хватает и что может появиться?

С. С.: Инвесторы, даже частные, стали достаточно развитыми для того, чтобы смотреть на зарубежные рынки и пытаться арбитрировать и выстраивать сложные портфели. Получается, что российский брокер ограничен в средствах, депозитарная система очень существенно ограничивает.

— Сам брокер заинтересован в том, чтобы предложить своему клиенту быть представленным офшором?

С. С.: Это зависит от типа клиентов, но некой группе клиентов выгодно предложить работать через нероссийскую структуру.

Ю. М.: В случае если клиент является нерезидентом РФ и работает на российском фондовом рынке через брокера, который также является нерезидентом, то ни о какой квалификации клиента по российскому законодательству речи быть не может. Также большинство ограничений, которые

накладывает российское законодательство по маржинальной торговле, просто не действуют. Например, в качестве залога для покупки российских акций могут выступать бразильские акции.

С. С.: У меня есть подозрение, что те вещи, о которых мы говорили, мы увидим в России, так или иначе, даже без существенного изменения законодательства. Был бы спрос, найдутся и инструменты для того, чтобы это сделать, несмотря на разнообразные нестыковки и ограничения.

Электронная торговля и институциональные инвесторы

Ю. М.: Раньше управляющая компания шла к голосовому брокеру, платила ему спред, а тот отдавал ей аналитику. Сейчас в России и во всем мире происходит то, что компания идет на биржу напрямую, спред не платит, но аналитику так же требует.

С. С.: Абсолютно верно. Если управляющий все операции будет делать через DMA, то ему перестанут давать аналитику и рассказывать, что происходит на рынке.

Ю. М.: Опять же на Западе развит институт независимой аналитики, у нас он только начинает появляться.

С. С.: Так же точно на рынке остались old school эссет-менеджеры, которые никогда в жизни ни к чему электронному не притронутся, они сделки обсуждают в ресторане, даже не по телефону.

Электронный трейдинг — это просто улучшение инструментария, который появляется в дополнение ко всему предыдущему, в том числе и у институциональных клиентов.

Ю. М.: Комиссия от оборота для российских управляющих меньше, чем от ритейловых клиентов, потому что управляющие компании все на виду, и конкуренция брокеров за них просто выходит за рамки разумного.

С. С.: Да, второй аспект — это развитие внутренней инфраструктуры эссет-менеджеров, она, на мой взгляд, пока еще крайне далека от зарубежных аналогов. Качество управляющих не очень высокое, в кризис выплыло множество разнообразных историй про то, какие «замечательные» люди управляли портфелями.

Сейчас конкуренция увеличилась, доверие к этой индустрии подорвано, денег стало значительно меньше, очень многие люди ушли к брокерам, потому что считают, что эссет-менеджеры их обманули. И это начало рождать некие мысли внутри управляющих компаний относительно того, что надо бы повышать качество управления. Улучшение технологий, в свою очередь, ведет к увеличению требований к инфраструктуре электронной торговли брокеров.

Для меня было очень показательным моментом, когда мы вошли в переговорную privat-банка в Люксембурге, где нам собирались показать, как работает их система. Стояли два компьютера, и нам сказали, что сейчас придут портфельные менеджеры. Мы ждали, что сейчас войдут люди, у которых свечение над головой. Вошли два товарища в потертых пиджаках айтишного вида, сели к мониторам. Мы думали, что пришли компьютерщики настроить систему, они обернулись и сказали: «Мы — портфельные менеджеры, сейчас вам расскажем, как здесь можно настраивать графические интерфейсы». То есть портфельный менеджер за рубежом ничем в реальности не управляет, он закладывает модель, принятую инвестиционным комитетом, в программу, которая на выходе выдает с определенной частотой информацию о том, что купить, а что продать из этого портфеля.

Ю. М.: Я бы хотел добавить, что последняя человеческая вещь, зачем нужны были трейдеры — они делали ордер-менеджмент. Если у тебя заявка большая, чтобы она не повлияла на рынок, человек выставлял ее по частям, менял цены, снимал заявку и потом выставлял ее заново и т.д. Сейчас пишут программы, которые делают ордер-менеджмент. И может случиться, что нужда в человеке-трейдере в скором времени отпадет.

А. Р.: Электронная заявка через брокера сквозняком, скорее всего, в неизменном виде, едет на биржу. Это значит, что брокер на этой заявке зарабатывает копеечную комиссию, которая становится большой, только если у него очень большой поток. Если это ритейловый клиент, тогда брокер зарабатывает еще и на маржинальной торговле.

Ю. М.: А если это институциональный клиент, который требует индивидуального сервиса и великолепной аналитики и приносит 500 долларов в месяц, возникает вопрос, зачем брокеру такой клиент.

А. Р.: Возникает вопрос — у сгенерированной таким образом электронной заявки в нашей действительности маршрут только один — ехать на биржу, или нужно ей давать дополнительные возможности маршрутизации — через брокера и с его помощью, а тот дальше руководствуется принципом best execution. Соответственно, flow должен доехать до брокера, и брокер дальше должен иметь возможность с этим потоком как-то поработать. Он может сам его удовлетворить — против своей позиции, может, он даже улучшит условия клиента внутри спреда, потому что у него есть противоположная заявка. Может быть, он отправит на одну площадку, может быть, раздробит и пошлет на другую. И этот flow представляет для брокера некоторую ценность. Если мы хотим, чтобы брокерская индустрия жила и развивалась, надо учитывать, что это для нее важный источник доходов. Нужно давать брокерам возможность работать с электронным клиентским потоком, а не считать, что единствен-

ная возможность — направлять все электронные заявки на биржу.

С. С.: Есть же ситуация конкуренции между брокерами за эссет-менеджеров, потому что эссет-менеджер обязан использовать более одного брокера, особенно за рубежом с этим очень строго. Там борьба идет за то, сколько из общего объема брокеру дадут — 5% или 50%. Это стимулирует фантазию брокера, который хочет заполучить этого менеджера. В России этого нет, потому что нет фундаментальной предпосылки.

А. Р.: Кроме того, технической инфраструктуры тоже нет.

С. С.: Совершенно верно. К счастью, мы живем не в вакууме, и за рубежом масса народа уже придумала техническую инфраструктуру для брокеров и для эссет-менеджеров.

— Вы рассказали, как это работает за рубежом. А как это работает у нас?

С. С.: У нас трейдер делает ребалансировку портфеля. Проблема в том, что поскольку эссет-менеджеры используют разных брокеров, то, по сути дела, в отсутствие программ (а у подавляющего большинства их нет) управляющие вообще не видят свой портфель в течение дня. Они видят несколько портфелей в разных терминалах брокеров. Проблема инвестиционного менеджера не в том, что он принимает решение об инвестировании, а проблема в том, что он является человеком, который держит у себя в голове огромный объем информации — что у него в каких портфелях, что он сделал, что не сделал, на какой бирже. Как только все сделки исполнились, если у управляющего много клиентов, то он должен для каждого из них отдельно перебалансировать портфель — посчитать, сколько каждому клиенту достанется. Это снижает эффективность, в том числе и поэтому эссет-менеджеры сами задумываются о том, сколько денег они тратят на то, чтобы это все исполнить и какие у них потери от движения рынка.

Есть сигналы, говорящие о том, что эссет-менеджеры озаботились хотя бы сведением своих торговых позиций к некоему одному виду.

Ю. М.: По итогам дня они, слава богу, все это видят. Я вижу, что мои знакомые в управляющих компаниях озадачились поиском подобного инструмента.

Роботы и флэш-крэши

Ю. М.: Если мы говорим об алгоритмах и роботах, то все больше ритейловых клиентов будут стремиться использовать эти системы.

А. Р.: А как вы отнесетесь к такой постановке вопроса — это не ритейл, это микрохедж-фонды.

С. С.: По европейской классификации — это и не ритейл — профессиональные квалифицированные инвесторы.

Ю. М.: А есть еще такая ситуация — новичок-ритейлер купил робота на форуме, запустил его и торгует, при этом если робот написан неграмотно, то это и есть одна из угроз алготрейдинга, о которых сейчас много говорят. Если человек сам писал алгоритм, он разберется, что с ним не так, и сможет внести изменения в алгоритм. Если же человек купил чужого робота, то единственное, что он сможет сделать — выключить компьютер, но может быть уже поздно, в том плане, что тысячи заявок уйдут на биржу.

— Вы возьметесь оценить, сколько из общего объема ритейла составляет этот поток?

Ю. М.: Около 5% от количества клиентов, в объеме оборота — больше 50% точно.

С. С.: Это улучшение внутренней инфраструктуры частного инвестора, это автоматизация его работы. Можно круглосуточно торговать, а можно упростить процесс, используя более простой алгоритм или более сложный.

— Нью-йоркский флэш-крэш произвел впечатление на наших регуляторов?

А. Р.: Строго говоря, высокочастотные трейдеры имели опосредованное отношение к флэш-крэшу.

Ю. М.: Не до конца разобрались — был ли это робот или группа лиц, до сих пор не ясно.

А. Р.: Вообще официальная версия, которая была озвучена, что это некий фонд, который слил, как потом выяснилось, порядка 9% среднедневного объема торгов в инструменте мини-фьючерсы — не так уж и много.

С. С.: Демонизировать алгоритмы не надо, люди тоже могут очень сильно ошибаться. Биржи тоже должны…

Ю. М.: …в случае если по счету клиента брокера высокая частота выставления заявок, иметь право его отключить.

С. С.: Я не стал бы советовать отключать, потому что если биржа хочет зарабатывать и делать бизнес, то для этого она должна обеспечить непрерывность работы.

— Тот же флэш-крэш — вопрос, который задали регуляторы — как его эффект был усилен роботами?

Ю. М.: Недавно был локальный «флэш-крэш» по акциям ВТБ 24, акции сильно упали в течение нескольких секунд, но в том, что они в следующую минуту вернулись обратно, как раз есть заслуга роботов.

А. Р.: Они подхватили.

Ю. М.: Они быстрее могут понять, что на рынке что-то идет неправильно.

С. С.: Есть роботы–арбитражеры, они даже сглаживают, они находят неэффективность рынка и тут же убирают ее.

А. Р.: По-моему, американский флэш-крэш совершенно четко показал — убери высокочастотных роботов с рынка — будет флэш-крэш, потому что он произошел из-за того, что биржа вошла в медленный режим (режим непрерывной торговли сменяется мини-аукционами, которые проходят каждые 5-10 секунд — *прим. ред.*), а некоторое количество алгоритмистов-маркетмейкеров, увидев это, «подвесили» роботов. И рынок провалился.

Когда биржа заходит в такой медленный режим, она, с одной стороны, начинает концентрировать ликвидность, но, с другой стороны, на рынке что-то происходит, меняется режим исполнения, это дает брокерам возможность начать по-другому перенаправлять свои заявки. И вот произошло то, что биржа замедлила режим, маркетмейкеры это увидели и сразу откатились, а сверху навалился продавец объема, он продал, высокочастотные трейдеры все это схватили, спасибо им, они дали ту ликвидность, которая была необходима.

С. С.: Эти инструменты позволяют все это делать эффективно, быстро и надежно, но сам по себе принцип сглаживания рынка и предоставления ликвидности не родился в электронном трейдинге, автоматический алгоритм — это просто инструмент.

Ю. М.: Сейчас если брать алготрейдинг на нашем рынке, то по большому счету инструменты для ритейла на этом рынке — только акции Сбербанка, Газпрома и фьючерс на индекс РТС.

С. С.: Для институционалов, которые арбитрируют между российскими и нероссийскими площадками, а еще и валютами, инструментов, конечно, побольше. Я слышал об инструментах, алгоритмы которых связаны с облигациями. Как любой другой бизнес, этот постепенно будет укрупняться, становиться более профессиональным, и для того чтобы работать со сложными моделями, нужен будет дорогой софт, система.

Внебиржевая электронная торговля и dark-pools

А. Р.: В лучшем случае какая-то часть заявок приезжает к брокеру в электронном виде, но исполнение внебиржевых сделок, наверное, на 100% неэлектронное.

С. С.: Есть стандарт общения, называется FIX-протокол, зарубежные эссет-менеджеры отдают какую-то часть на исполнение брокеру через сейлз-трейдинг, это тоже присылается в виде электронных сообщений, более того, отчет об исполнении тоже посылается электронно.

Ю. М.: Вы говорите о FIX-протоколе. А что по поводу Bloomberg?

С. С.: Есть масса способов коммуницировать, соответственно, даже при исполнении мы вполне можем договориться о цене, о комиссии. Но большая часть сделок по-прежнему совершается при звонках.

А. Р.: Станислав ближе к истине, какая-то часть заявок сегодня приезжает электронно, но исполнение все-таки в основном пока еще не электронное. Электронное исполнение — это когда электронная заявка приехала и наткнулась на электронную котировку маркетмейкера.

С. С.: Классическая внебиржевая торговля акциями — сейлз-трейдинг — это, конечно, когда получена заявка, трейдер посидел, подумал, что-то сделал и отчитался. Некой твердой котировки нет.

Ю. М.: На облигациях то же самое. А если говорить о более сложных инструментах, например, о собственных структурных нотах брокера и т.д., может быть CFD на некую неликвидную акцию. Мне кажется, что будущее в том, чтобы исполнение по таким бумагам тоже было электронным.

А. Р.: Приведу пример, как евробондами торгуют через Bloomberg: ты зашел на страницу брокера — своего инвестбанка, у которого ты зарегистрирован как клиент, ты видишь страницу с живой котировкой. Ты послал заявку — фактически нажал на кнопку и заключил сделку. Вот это электронное исполнение. Акциями так никто через Bloomberg не торгует.

— Сколько таких сделок заключается сейчас?

С. С.: По евробондам, наверное, меньше, чем 100%, поскольку есть еще голосовой трейдинг. У нас есть клиенты, которые торгуют валютой против наших котировок. Мы даем возможность ставить заявку в наш электронный стакан, которую потом либо другой клиент снимет, либо мы. В основном у нас это сейчас требуют наши зарубежные клиенты, эти продукты — ответ на неэффективность рынка.

Или они не могут напрямую приобрести актив, поэтому приобретают жестко привязанный к нему суррогат. Это все живет за рубежом. Например, в России после кризиса 1998 года была выпущена куча разнообразных нот на заблокированные и другие активы. Те же ноты на акции «Газпрома» до либерализации торгов. То же самое будет происходить электронно, и уже происходит. Это будет развиваться после DMA.

А. Р.: Если брокер хочет зарабатывать спред, то он должен давать такие сервисы, это самый главный драйвер.

Ю. М.: А каково будущее ECN (electronic communication network)?

А. Р.: Мне кажется, что для электронного бизнеса DMA — взял заявку у клиента и оправил на исполнение на электронную площадку, ММВБ и РТС потребности нормально закрывают.

Ю. М.: То есть когда брокеры задумаются о том, как бы им взять спред, они придут к мнению, что им бы ECN помогли?

А. Р.: Пока этот спред можно собирать через голосовой сейлз-трейдинг, люди, конечно, будут пытаться это делать. Следующий этап развития — каждый у себя внутри будет пытаться строить электронные системы внутреннего мэтчинга, это деньги, затраты. На Западе же строят.

Ю. М.: В рамках одного брокера стакан будет полупустым…

С. С.: Я согласен, один брокер вряд ли наполнит стакан, если только это не какой-нибудь глобальный брокер колоссального размера.

Ю. М.: Более сложные продукты всегда индивидуальные брокерские, и тут никакие ECN невозможны.

А. Р.: Возвращаясь к вопросу — стакан полон или пуст — это почти не имеет значения, потому что маркетмейкер — это всегда риск. Если ты хочешь зарабатывать спред, то обязан быть маркетмейкером.

Ю. М.: Маркетмейкерам может понадобиться ECN?

А. Р.: Через 5–7–10 лет каждый маркетмейкер у себя внутри что-то такое построит. Проблема в том, что регулирование на Западе уже сильно успело измениться. Если раньше регуляторы к внутриброкерской интернализации относились достаточно спокойно, в лучшем случае требовали зарегистрироваться как интернализатор, да и то не всегда, то сейчас второй MiFID достаточно жестко ставит вопрос — если брокер занимается интернализацией, то при превышении определенного объема он должен регистрироваться не просто как интернализатор, а даже как MTF. Я не знаю, в каком виде это окончательно войдет в регулирование, сейчас собирается мнение участников, и раньше весны не ожидается финальной версии MiFID. Чувствуется давление регуляторов, чтобы в этом бизнесе было больше регулирования, прозрачности и организованности. В связи с этим думаю, что нашему рынку не удастся повторить тот же путь развития, который был там.

С. С.: У меня есть подозрение, что в ECN были заинтересованы в первую очередь агентские брокеры, которых появилась целая плеяда на рынке, они не пытаются брать спред, для них главное пропустить как можно больше потоков.

— В России агентские брокеры отсутствуют как класс.

С. С.: Это не совсем так, у нас есть люди, которые хотят быть агентами, они пытаются сконцентрироваться на прозрачном исполнении. Например, RTS Standard позволяет брокерам быть чуть более агентскими, чем раньше.

Ю. М.: Иными словами, RTS Standard забрал у брокеров часть функций и часть заработка.

С. С.: Это и есть агент — ничего не делает, кроме выставления заявки и ее исполнения. При этом у него минимальные издержки на расчетную инфраструктуру, даже на риск-менеджмент не так много. Даже если мы говорили бы только о ММВБ и РТС и ничего бы не поменялось, все равно такого рода посредники начнут появляться. Можно делить спред без затрат на биржевую комиссию.

А. Р.: Если ты хочешь делить спред, то ты должен это делать в звене клиент-брокер-брокер-клиент, потому что по-другому он никак не делится.

— Как будет развиваться брокерский бизнес в условиях развития электронного трейдинга завтра?

Ю. М.: В электронной торговле, мне кажется, мы еще даже не подросток, а ребенок с точки зрения объемов, количества сделок, инструментов и методов. Мы обсуждали, как уже развился остальной мир, нам этого тоже не миновать в любом случае.

С. С.: Мелкие брокеры будут выхолащиваться в агентские, а крупные — тяготеть к whole sales. Все равно останутся и никуда не денутся брокеры, которые чисто на личных контактах имеют свою аудиторию, доверяющие им. Это уже помесь advisory и брокерского бизнеса.

А. Р.: Мы уже очень хорошо научились работать с таким специфическим видом электронного исполнения — DMA на бирже отработано отлично, биржи прекрасно работают. Не нужно забывать, что это не единственный вид электронного исполнения. Мне кажется, что в будущем будут развиваться другие способы исполнения. С какой скоростью — сложно прогнозировать, но думаю, что мы со 100%-ной вероятностью пойдем по этому пути.

С. С.: Согласен. Я уверен, что у электронной торговли большое будущее. Мы

считаем, что будет усложнение, сегментация рынка.

Ю. М.: Когда арендная плата на недвижимость возле ММВБ и РТС вырастет в десять раз, тогда уже можно будет говорить, что мы подросток. Ставки по аренде недвижимости, которая расположена вблизи зданий американских бирж, являются одними из самых высоких в мире. ◻

Виктор Коновалов
заместитель директора «Интерфакс-ЦЭА»

Неспокойный год

Из-за высокой общей доли акций в общей капитализации сводных индексов нефтегазовые акции тормозили рост российского рынка акций в 2010 году

Динамика российского рынка акций в 2010 году была неоднородной и фактически имела три ярко выраженных трендовых движения: активный рост в первые месяцы года, когда рынок смог достичь уровней июля 2008 года, падение в апреле-июне, и новый виток роста во второй половине года, в результате которого были установлены новые годовые максимумы.

Рост российского индекса S&P/IFCI в 2010 году составил 23,3% (11-й результат из 20 фондовых индикаторов emerging markets). При этом в группе БРИК российский рынок акций оказался в лидерах.

Практически все мировые фондовые рынки завершали прошедший год под диктовку игроков на повышение, которые отыгрывали новые меры мировых центробанков по насыщению рынков ликвидностью, в частности принятие ФРС США второй программы количественного смягчения (QE-II).

По темпам роста отечественный фондовый рынок оказался в «середнячках» среди стран с развивающейся экономикой, для которых агентство Standard & Poor's рассчитывает страновые инвестиционные индексы S&P/IFCI. Рост российского индекса S&P/IFCI в 2010 году составил 23,3% (11-й результат из 20 фондовых индикаторов emerging markets). При этом в группе БРИК российский рынок акций оказался в лидерах, лишь немного опередив Индию, индекс которой вырос в 2010 году на 19,8%. В свою очередь фондовый индикатор Бразилии прибавил за год 8,8%, а Китая — 8,7%.

Долговые проблемы европейских стран

Хотя прошедший год и оказался в целом позитивным для мировых фондовых рынков, тем не менее темпы роста по сравнению с 2009 годом заметно снизились. И дело здесь не только в эффекте низкой базы, образовавшейся после обвала в кризисный 2008 год, но и в объективных причинах, сдерживавших активный рост. Одним из таких сильных сдерживающих факторов стали долговые и бюджетные проблемы целого ряда периферийных европейских государств, для которых появилась даже своя аббревиатура — PIIGS (Португалия, Италия, Ирландия, Греция, Испания).

Фактически целый год рынки находились под давлением периодически поступавших негативных новостей в отношении стран этой группы. В Испании дефицит бюджета составляет 11,4% ВВП, в Греции — 12,5% ВВП. Госдолг Греции в 2009

В этой статье:

Долги и ликвидность на мировых рынках.

Движение акций на российском рынке.

Прогнозы мирового и российского рынков на 2011 год.

году превысил 112% ВВП. Дефицит госбюджета Португалии достиг в 2009 году 8%. В то же время порог, установленный Европейским центральным банком для дефицитов госбюджета стран еврозоны, составляет 3% ВВП.

В мае Евросоюз был вынужден принять план спасения стран еврозоны, которые могут оказаться в затруднительном положении, как в случае с Грецией. Объем пакета финансовой помощи составил 750 млрд евро и включал в себя кредиты и гарантии стран еврозоны, а также займы Международного валютного фонда (МВФ). Кроме того, Европейский центральный банк объявил о намерении поддержать рынки за счет выкупа государственных и корпоративных долговых обязательств, а также предоставления банкам в неограниченных объемах денежных средств сроком на три и шесть месяцев.

Но, несмотря на это, в июне международное рейтинговое агентство Moody's снизило рейтинг Греции сразу на четыре ступени (до «Ba1» с «A3»). По мнению аналитиков агентства, ухудшение рейтинга Греции было обусловлено макроэкономическими рисками, связанными с пакетом помощи от Евросоюза и МВФ. Хотя этот финансовый пакет устраняет риск дефолта на краткосрочную перспективу и создает предпосылки для реализации структурных реформ в Греции, «макроэкономические риски, а также риски, связанные с реализацией программы, являются значительными и больше соответствуют уровню рейтинга «Ba1», говорилось в сообщении агентства.

В декабре агентство Moody's понизило рейтинг гособлигаций Ирландии в иностранной и национальной валюте сразу на пять ступеней с «Aa2» до «Baa1». Прогноз рейтинга — «негативный». Понижение рейтинга было вызвано, в том числе, закреплением на балансе правительства обязательств, связанных с банковским сектором, растущей неуверенностью относительно макроэкономических перспектив для Ирландии, а также снижением финансовой устойчивости правительства страны.

Кроме того, это же агентство заявило в конце года, что поместило рейтинг Испании «Aa1» на пересмотр с возможностью понижения. Причинами рейтингового действия стали потенциальные трудности в привлечении средств, учитывая большие потребности рефинансирования в 2011 году, особенно в условиях нынешней сложной рыночной конъюнктуры.

Насыщение рынков ликвидностью

Устойчивая тенденция к росту на мировых фондовых рынках, в том числе и на российском рынке акций, стала формироваться лишь в сентябре-октябре, когда помимо публикующейся позитивной макроэкономической статистки инвесторы получили заверения о новых стимулирующих мерах. В частности, активную волну роста спровоцировали новости из Японии, где центральный банк страны неожиданно снизил процентную ставку до нулевого уровня, расширил программы поддержки экономики, а также объявил о создании фонда объемом 5 трлн иен (почти 60 млрд долларов) для увеличения ликвидности в экономике.

Дальнейший рост российского рынка акций шел на общемировом оптимизме, подогретом ожиданиями новых стимулирующих мер со стороны Федеральной резервной системы (ФРС) США. Комитет по открытым рынкам ФРС по итогам двухдневного заседания, проходившего 2-3 ноября, принял решение продолжить «количественное стимулирование» экономики, возобновив выкуп казначейских облигаций. ФРС намерена приобрести долгосрочные US Treasuries на сумму в общей сложности 600 млрд долларов до конца второго квартала 2011 года, покупая бумаги примерно на 75 млрд долларов в месяц.

Европейский центральный банк (ЕЦБ) пока избегал масштабных программ выкупа облигаций, то есть количественного стимулирования. Тем не менее ЕЦБ поддерживал рынки через покупку долговых обязательств ряда стран еврозоны, ослабленных долговым кризисом.

К активности покупателей на фондовых рынках подстегивала и публикующаяся макроэкономическая статистика. В частности, в Китае активность в производственном секторе выросла до максимума с весны, что успокоило инвесторов, которые ранее были озабочены перспективой торможения

нынешнего локомотива мирового экономического подъема. Индекс деловой активности, рассчитываемый Китайской ассоциацией логистики и закупок, в октябре поднялся до 54,7 пункта. В свою очередь индекс деловой активности PMI Manufacturing в Германии вырос до 56,6 пункта, а в еврозоне — до 54,6 пункта, тогда как аналитики не ожидали изменений с сентябрьских уровней 56,1 и 54,1 пункта соответственно.

Потребительское доверие в Австралии в октябре выросло на 3,3% после падения на 5% в сентябре; Китай увеличил экспорт на 25,1% в сентябре (положительное сальдо его торгового баланса в третьем квартале было рекордным с 2008 года); объем заказов на базовое производственное оборудование в Японии вырос в августе на 10,1% к июлю при прогнозах сокращения на 3,9%.

В США вышли неплохие данные об объеме заказов промышленных предприятий в сентябре (рост составил 2,1% при прогнозах повышения на 1,6%), а также по индексу деловой активности в сфере услуг ISM Non-Manufacturing (в октябре индикатор поднялся до 54,3 пункта при ожидавшемся росте до 53,5 пункта с сентябрьского уровня 53,2 пункта), число рабочих мест в октябре выросло на 151 тыс. при прогнозах роста всего на 60 тыс. (безработица в США осталась на уровне предыдущего месяца — 9,6%, а темпы роста найма в частном секторе стали максимальными с апреля). Кроме того, в Европе вышли хорошие данные о промышленном производстве в еврозоне — в августе показатель вырос на 1% к июлю и на 7,9% в годовом выражении, в то время как ожидалось увеличение на 0,8% и 7,4% соответственно.

Лидеры и аутсайдеры российского рынка

Рост индекса РТС по итогам года составил 22,7% — до 1772,53 пункта, а индекс ММВБ вырос за год на 23,2% — до 1687,99 пункта. Причем в отраслевом разрезе динамика отдельных компонент фондовых индикаторов отличалась более чем в четыре раза. Так, безусловными лидерами прошлого года стали индексы акций компаний, сориентированных на внутренний рынок, — потребительского сектора и услуг (+85,2%) и машиностроения (+73,9%). В то же время явным аутсайдером выступил индекс ММВБ нефтегазового комплекса, рост которого составил всего 17,6%. С учетом того, что доля акций компаний этого сектора в общей капитализации сводных индексов достаточно велика, получились и относительно скромные годовые показатели роста индексов ММВБ и РТС.

Среди ценных бумаг, прошедших листинг на ФБ ММВБ, лидерами роста курсовой стоимости в 2010 году стали привилегированные акции «АвтоВАЗа», выросшие в цене в 3,9 раза, «префы» Нижнекамскнефтехима (+183%), а также обыкновенные акции «Росинтер Ресторанс Холдинга» (рост почти в три раза), «М.Видео» (+133%), «АвтоВАЗа» (+129%), «Мосэнергосбыта» (+109,5%), «Северстали» (+104,6%), банка «Санкт-Петербург» (+103,6%), группы «Черкизово» (+100%), «Полиметалла» (+98,4%) и «Иркутскэнерго» (+98%).

В лидерах же падения оказались обыкновенные акции «Аптечной сети 36,6» (-51,8%), «Новороссийского морского торгового порта» (-13,5%), «Роснефти» (-13,2%), «МРСК Северо-Запада» (-2,2%), «Мосэнерго» (-1,7%), группы «Разгуляй» (-0,6%) и группы компаний «ПИК» (-0,3%),

Скромные темпы роста в нефтегазовом секторе продемонстрировали в 2010 году акции «ЛУКОЙЛа», рост которых составил всего 2,2%, «Татнефти» (+4%), «Газпрома» (+5,7%), что и послужило основной причиной сдержанного роста сводных индексов. Лучшую динамику в секторе продемонстрировали акции «НОВАТЭКа», выросшие в цене на 96%, а также «префы» Транснефти, рост которых составил почти 60%.

Осторожный оптимизм

Большинство аналитиков инвестиционных компаний и банков прогнозируют сохранение позитивной тенденции на 2011 год. При этом темпы роста, по их мнению, могут еще больше замедлиться и составить в среднем 15-20%. Хотя не все эксперты разделяют такой оптимизм, некоторые предостерегают участников рынка от чрезмерной эйфории, акцентируя внимание на существующих потенциальных угрозах.

Основными факторами, на которых строятся позитивные прогнозы, являются ожидания дальнейшего плавного восстановления мировой экономики на фоне высокой ликвидности, которую, как ожидается, мировые центробанки продолжат вкачивать в рынки. При этом даже возможный рост инфляционных настроений и связанные с ними ожидания повышения процентных ставок будут нивелироваться прогнозируемым ростом котировок на товарные активы (прежде всего нефть и металлы) как к альтернативам обесценивающимся валютам.

Вместе с тем практически все аналитики сходятся во мнении, что радужные перспективы могут оказаться под вопросом из-за сохраняющихся долговых проблем в еврозоне, которые могут спровоцировать вторую волну кризиса, опасений роста процентных ставок в Китае и ряде других стран для борьбы с нарастающими инфляционными рисками, что может негативно сказаться на спросе на товарные активы, снижение которых больно ударит по многим странам категории emerging markets, в том числе и России. В частности, ужесточение денежно-кредитной политики в 2011 году ожидается и со стороны Банка России, который будет вынужден по-

вышать процентные ставки для борьбы с инфляцией.

Аналитики ИГ «Норд Капитал» ожидают, что в I квартале доля акций российских компаний в портфелях инвесторов на развивающихся рынках будет увеличиваться, что обусловлено ожиданиями высокого роста прибыли и относительно низкими оценками российских компаний. Несмотря на значительный рост в четвертом квартале 2010 года, российский фондовый рынок по-прежнему остается недооцененным по отношению как к развитым, так и развивающимся рынкам. Согласно прогнозам, российский рынок оценен в 8,6 прибылей 2011 года (так называемый показатель P/E, представляющий собой отношение капитализации к прибыли), что существенно ниже уровней и основных развитых мировых рынков, и остальных стран БРИК: у Бразилии этот показатель составляет 13,7, у Индии и Китая — 18,3.

По мнению экспертов ИГ «Норд Капитал», в первом квартале 2011 года наиболее вероятно продолжение тенденции к росту, в процессе которой не исключаются коррекции в размере 5–7%. В целом позитивный новостной фон достаточно стабилен, и в начале года следует ожидать хорошей поддержки в ряде секторов. Технически индекс ММВБ продолжит движение к верхней границе канала с большой долей вероятности, и к концу первого квартала ожидается подъем в район 1850 пунктов.

В свою очередь, по оценкам аналитиков УК «Райффайзен Капитал», в начале 2011 года возможны неприятные сюрпризы, которые могут преподнести периферийные европейские страны, где риски развития долгового кризиса по-прежнему остаются очень высокими. Также немаловажное влияние может оказать динамика цен на сырьевых площадках. Прогноз экспертов по индексу ММВБ на конец 2011 года составляет 2000 пунктов, что предполагает рост примерно на 20%.

Основным «тормозом» роста российского рынка, вероятно, вновь станут акции нефтегазовых компаний (именно на нефтегазовые компании ляжет основное бремя финансирования дефицита бюджета 2011 года, а если к этому прибавить еще и ожидаемо стабильные цены на нефть в районе 85-90 долларов за баррель, то можно ждать достаточно скромных финансовых результатов сектора в этом году). При этом сильную динамику смогут вновь показать бумаги потребительского сектора, которым поможет ориентация на внутренний спрос и ожидаемый рост инфляции. Кроме того, определенной «фишкой» 2011 года могут стать бумаги инфраструктурных компаний, что будет связано с подготовкой к Олимпиаде в Сочи-2014, ЧМ-2018 и с другими крупными проектами.

«Однако не стоит забывать, что практически все риски, с которыми рынок жил весь 2010 год, по сути, никуда не делись. Долговые проблемы Европы так и не решены, восстановление американской экономики пока тоже под вопросом, а то, что Китай в 2011 году продолжит «закручивать гайки», пожалуй, ни у кого не вызывает ни малейших сомнений. Поэтому год, вероятно, вновь будет очень неспокойным», пишут в своем обзоре аналитики УК «Райффайзен Капитал».

По оценкам экспертов ИК «Церих Кэпитал Менеджмент», несмотря на проводящуюся новую волну количественного смягчения и раскручивающуюся инфляцию, в 2011 году мировая экономика останется относительно слабой, безработица высокой, конечный спрос продолжит стагнировать или даже сокращаться. Меры финансового стимулирования будут продолжать процесс перевешивания долгов с частного на государственный сектор.

Растущая денежная ликвидность в первой половине года продолжит надувать фондовые рынки и цены на сырье, в том числе на драгоценные металлы. По мнению аналитиков, цены на нефть по итогам I квартала могут вырасти до 100-110 долларов за баррель, а к концу полугодия — до 120-130 долларов за баррель. Этот рост будет поддерживаться увеличением спроса на сырье благодаря высоким темпам подъема экономики Китая, а также признаками оживления в ряде других стран.

Однако уже к середине 2011 года можно ожидать нарастающего разочарования от проводимой политики количественного смягчения. Тем более что она будет стимулировать негативные процессы, включая повышающие издержки производства. В этой связи к концу 2011 года, скорее всего, программы количественного смягчения будут постепенно сворачиваться и на рынках будет частичное «отыгрывание» назад. В частности, цены на нефть могут вновь опуститься в район 100 долларов за баррель, а рубль может начать снижаться к бивалютной корзине, стоимость которой может подрасти до 35 рублей, считают эксперты ИК «Церих Кэпитал Менеджмент». ◻

Кирилл Пензин
Информационно-аналитическое управление ММВБ

Навстречу ETF

Пока активы ETF существенно меньше, чем активы традиционных mutual funds, однако нетто-приток средств в них значительно выше

В этом номере мы продолжаем публикацию материалов о ETF — одном из основных инструментов пассивного инвестирования в настоящее время. В статье рассматриваются основные виды ETF на мировых рынках и перспективы их введения на российском рынке.

В настоящее время ETF присутствуют на рынках примерно 40 стран. На биржах мира торгуются около 2200 ETF.

ETF на мировых рынках

В настоящее время ETF присутствуют на рынках примерно 40 стран. На биржах мира торгуются около 2200 ETF. В 2000 году ETF имели 40 млрд долларов активов. В 2009 году, согласно данным BlackRock, активы ETF превысили 1 трлн долларов (1032 млрд). Еще 154 млрд долларов инвестированы в exchange-traded products, не классифицируемые как фонды. На американский рынок, по разным оценкам, приходится 780-795 млрд долларов, на европейский — 220-240 млрд, на азиатский — 40–60 млрд. Пока это существенно меньше, чем активы традиционных mutual funds, достигающие 18 трлн долларов в США и Европе, однако нетто-приток средств в ETF за 9 месяцев 2009 года составил 94 млрд доллларов по сравнению с 13 млрд в mutual funds.

Основная доля активов ETF приходится на акции. Процентные и товарные активы, а также инструменты денежного рынка имеют существенно меньшие доли (рис. 1).

Активность торгов акциями ETF наиболее высока также на американском рынке — около 70 млрд долларов в день, на европейском рынке 2,7 млрд. Правда, на американском рынке рапортирование сделок с ETF обязательно, а на европейском — нет.

Соотношение институциональных и розничных инвесторов в ETF в настоящее время составляет примерно 50/50 на американском рынке (институциональные инвесторы в основном представлены хедж-фондами) и 90/10 на европейском. Владельцами акций ETF на американском рынке являются примерно 3 млн домохозяйств. Доля торгов акциями ETF достигает 25–30% общего объема торгов на американском рынке акций.

Среди всех типов инвестиционных фондов на американском рынке ETF показывают наиболее активный рост как по объему чистых активов, так

и по числу фондов, в том числе по отношению к близким аналогам — индексным взаимным фондам. Первая десятка провайдеров ETF управляет 90% активов фондов (табл. 3).

Надо заметить, что крупнейший провайдер ETF компания iShares ориентируется на максимальную прозрачность, использует во всех фондах full replication и два года назад после длительных размышлений приняла решение не запускать под своей маркой leveraged и inverse ETF, использующие деривативы.

В апреле 2010 года Лондонская фондовая биржа отметила 10-летие листинга первых ETF. В настоящее время на бирже торгуется 240 ETF девяти провайдеров. В 2009 году общий оборот акциями фондов превысил 50 млрд фунтов, а число сделок — 600 тыс. На Deutsche Börse первые ETF получили листинг в 2001 году.

Основные виды ETF

Традиционные ETF:

- на основные индексы (к примеру, самый популярный SPDR S&P 500 ETF (SPY);
- на индексы широкой базы (Russel 3000 ETF);
- на индексы мирового рынка (MSCI ACWI ETF);
- на индексы развитых рынков (MSCI EAFE ETF);
- на индексы развивающихся рынков (MSCI Emerging Markets ETF);
- на секторальные индексы (State Street Global Advisors S&P Sector ETF);
- на капитализационные индексы (SPRD DJ Wilshire Large Cap ETF);

Таблица 1. Активы американских инвестиционных фондов, млрд долларов

	Mutual funds	В том числе Index funds	Closed-end funds	ETF	UITs	Total
1995	2811	56	143	1	73	3028
1996	3526	97	147	2	72	3747
1997	4468	169	152	7	85	4712
1998	5525	264	156	16	94	5791
1999	6846	387	147	34	92	7119
2000	6965	384	143	66	74	7248
2001	6975	371	141	83	49	7248
2002	6383	328	159	102	36	6680
2003	7402	455	214	151	36	7803
2004	8095	555	254	228	37	8614
2005	8891	621	277	301	41	9510
2006	10 397	749	298	423	50	11 167
2007	12 001	857	313	608	53	12 975
2008	9603	603	188	531	29	10 350
2009	11 121	837	228	777	38	12 164

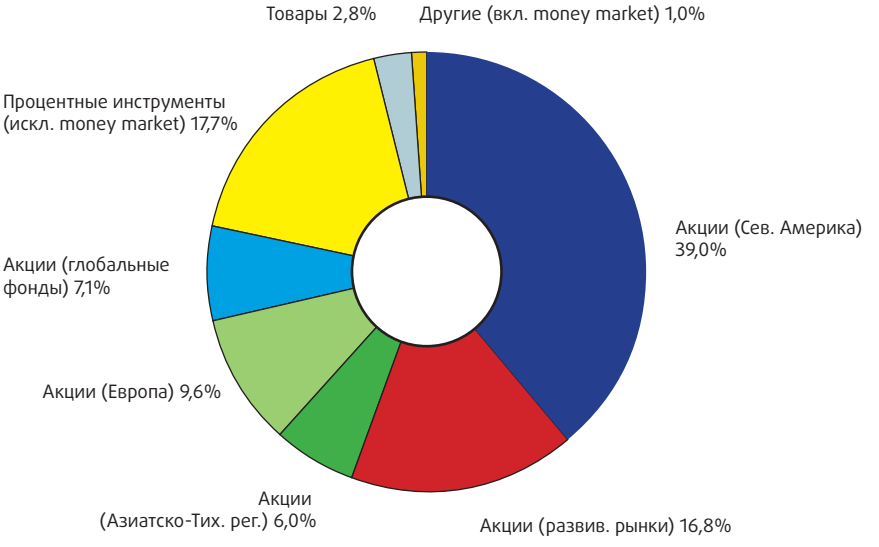
Источник: Investment Company Institute.

Таблица 2. Число американских инвестиционных фондов

	Mutual funds	В том числе Index funds	Closed-end funds	ETF	UITs	Total
1995	5761	90	500	2	12979	19 242
1996	6293	108	497	19	11764	18 573
1997	6778	135	487	19	11593	18 877
1998	7489	158	492	29	10966	18 976
1999	8004	199	512	30	10414	18 960
2000	8371	276	482	80	10072	19 005
2001	8519	288	492	102	9295	18 408
2002	8512	314	545	113	8303	17 473
2003	8427	326	584	119	7233	16 363
2004	8419	335	619	152	6499	15 689
2005	8451	329	635	204	6019	15 309
2006	8723	348	647	359	5907	15 636
2007	8749	357	664	629	6030	16 072
2008	8888	361	642	743	5984	16 257
2009	8624	359	627	820	6049	16 120

Источник: Investment Company Institute.

Рисунок 1. **Активы ETF июль 2010 года**



- на недооцененные и растущие акции (value & growth stocks) (iShares Russel 3000 Growth Index Fund).

Облигационные и специальные ETF:

- облигационные ETF[1], в том числе широкого рынка, включающие государственные и корпоративные облигации, кривой доходности (длинные и короткие госбумаги), с защитой от инфляции. Доля облигационных ETF составляет около 6% активов ETF;
- фонды фондов, имеющие в своем портфеле акции ETF на различные классы активов (PowerShares Autonomic Balanced NFA Global Asset Portfolio)[2];
- ETF с целевой датой (перераспределение активов фонда с целью уменьшения риска при приближении к целевой дате, используются в основном для пенсионных целей) (TDAX Independence 2040 ETF);
- валютные ETF (currency ETF) отслеживают динамику валютных пар. Часть средств фонда вкладывается в валютные депозиты или фьючерсы, остальная часть — в государственные облигации с целью компенсации затрат на управление (PowerShares DB U.S. Dollar Bullish Fund).

ETF с левериджем и инверсные ETF:

- ETF с левериджем (leveraged ETF) (ProShares Ultra QQQ ETF)[3];
- инверсные ETF и инверсные ETF с левериджем (inverse/leveraged ETF) — позволяют делать ставки против рынка, формируются на основе коротких позиций в активах, продажи фьючерсов или покупки опционов put. Часть активов инвестируется в государственные облигации с целью компенсации затрат на управление (Proshares Short QQQ ETF).

Активно управляемые ETF:

- quantitative (active) ETF (PowerShares Dinamic Market Portfolio)[4].

Среди новых форм ETF можно выделить ETF с левериджем и инверсные ETF, которые конструируются с целью получения двойного или даже тройного

дохода по отношению к индексу, а также с целью игры против рынка. Однако эти инструменты не гарантируют объявленного дохода на временном промежутке более одного дня. Американский регулятор FINRA выпустил предостережение инвесторам, в котором приводит пример доходности подобного фонда — при росте индекса за пять месяцев на два процента double-leveraged ETF потерял 6% при целевой доходности +4%, в то время как double inversed ETF потерял 26% (-4%). Общий объем активов подобных фондов составляет около 30 млрд долларов, или около 3% от общих активов ETF.

Совсем недавно (в 2008 году получены первые разрешения SEC) на американском рынке появились активно управляемые ETF, призванные привнести преимущества активного управления в сферу пассивно управляемых фондов. Эти фонды не обязаны следовать динамике какого-либо индекса, а формируют свою уникальную инвестиционную политику. Однако, как и традиционные ETF, активно управляемые фонды должны ежедневно раскрывать состав своих активов, что входит в противоречие с целями активного управления из-за возможности копирования другими участниками рынка стратегии фонда (front-running). Концепция активно управляемых ETF многим представляется спорной при наличии разнообразной индустрии активно управляемых mutual funds, не обязанных раскрывать свои активы в текущем режиме. Объем активов 22 активно управляемых фондов на конец 2009 года составляли около 1 млрд долларов.

Товарные ETF

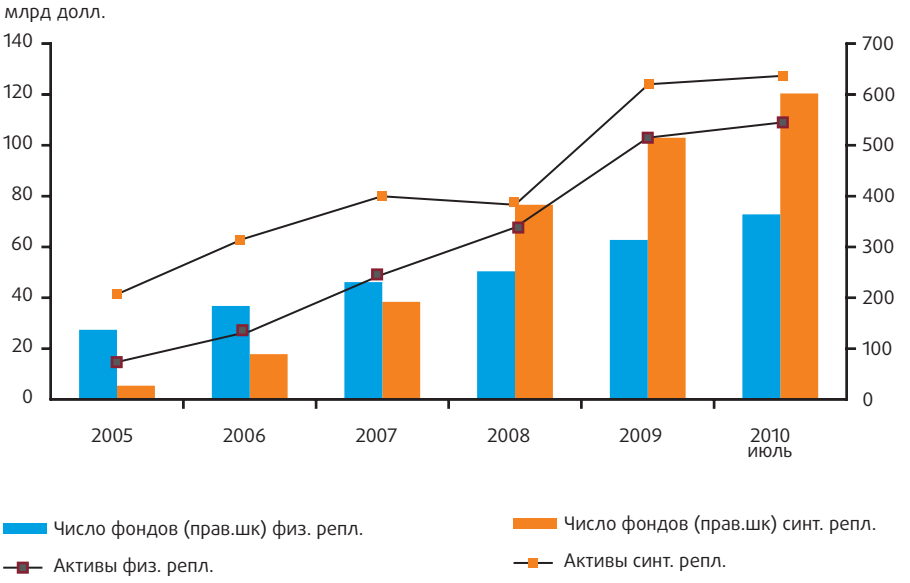
Фонды на товарные активы являются обособленным видом фондов. Впервые были запущены в Австралии в 2003 году. Чаще они именуются как ETP (exchange-traded products) или ETC (exchange-traded commodities) ввиду того, что юридически инвестиционны-

Таблица 3. Десять ведущих мировых провайдеров ETF (декабрь 2009 года)

Провайдер	Количество ETF	Активы под управлением (млрд долларов)	Рыночная доля (%)
iShares	413	488,9	47,7
State Street Global Advisors	107	161	15,6
Vanguard	47	92	8,9
Lyxor Asset Management	125	46,4	4,5
db x-trackers	121	37,4	3,6
PowerShares	125	34,6	3,4
ProShares	78	23,2	2,2
Nomura Asset Management	30	13,4	1,3
Van Eck Associates Corporation	23	12,5	1,2
Bank of New York	1	8,6	0,8

Источник: BlackRock.

Рисунок 2. **Европейские ETF**



Источник. FT.

ми фондами не являются. В США ETP, которые реплицируют базовый актив с помощью фьючерсов, не подпадают под регулирование Investment Company Act of 1940 и, соответственно, регулируются не SEC, а CFTC. ETP, которые базируются на физических товарных запасах, не могут быть признаны инвестиционными фондами по причине несоответствия требованиям закона в части диверсификации активов.

Имеется два основных вида ETP — с фьючерсной и физической репликацией базового актива. Большая часть активов находится под управлением фондов, использующих фьючерсную репликацию. Такие фонды не несут затрат по физическому хранению базового товара, однако вынуждены периодически нести дополнительные затраты на перевод позиций при завершении контрактов (rollover costs). Кроме этого, эти фонды характеризуются повышенной волатильностью ввиду высокой волатильности фьючерсных цен. Фонды с физической репликацией несут высокие затраты на хранение активов, но характеризуются большей ценовой стабильностью, ориентированной на спотовые цены. Цены акций фондов с различным способом репликации общего базового актива могут существенно различаться.

Активы ETP выросли с 6,5 млрд долларов в конце 2005 года до 121,5 млрд в июне 2010 года. Подавляющая доля активов приходится на фонды, оперирующие с золотом (95,7 млрд долларов). Крупнейшим фондом ETP является SPDR Gold Trust с активами в 48,2 млрд доллларов, управляемый State Street Global Advisors.

Активы ETP резко выросли в период кризиса, когда инвесторы активно перекладывали средства в драгоценные металлы. Интерес к товарным фондам не ослабел и в 2010 году. Более того, запускаются фонды на новые активы, в том числе промышленные металлы — алюминий, медь, свинец, никель, цинк. Недавно «Норильский Никель»

заявил о готовности работать с ETP-провайдерами и поставлять им медь и никель. «Русал» объявил о намерении в перспективе создать алюминиевый ETP.

ETF с синтетической репликацией

Использование синтетической репликации при формировании фондов ETF получило заметное распространение в последние два-три года, прежде всего на европейском рынке (рис. 2). Ведущими провайдерами фондов с синтетической репликацией являются db x-trackers и Lyxor. Регулирующей основой «синтетических» ETF стала европейская директива Ucits III[5], допускающая использование фондами деривативов с максимальной долей в 10% от активов.

Синтетическая репликация основана на сделках swap фондов с инвестиционными банками (swap-based replication, index-linked swaps), как правило, материнскими. Для db x-trackers — это Deutsche Bank, для Lyxor — Société Générale.

Синтетическая репликация обеспечивает минимальные ошибки слежения за индексом — в худшем случае банк возвращает фонду доходность индекса минус затраты на управление[6], в то время как у фондов с физической репликацией существенно больше причин для рассогласования с индексом — изменения состава индекса, дивидендная политика, затраты на управление, валютные и процентные риски и пр. Более того, swap-провайдер обычно прилагает усилия для компенсации своих затрат, кредитуя участников рынка ценными бумагами из портфеля фонда (практикуют не все провайдеры), а также проводят оптимизацию налогообложения дивидендов. Это часто позволяет возвращать фонду даже больше, чем реальная доходность индекса.

Вместе с тем технология «синтетической» репликации является значительно менее прозрачной, чем физической. Вся «кухня» управления доходностью фонда скрыта от глаз инвесторов в недрах инвестиционного банка. Не случайно в последнее время, в особенности в условиях финансового кризиса, «синтетические» ETF вызывают большие споры, в том числе из-за меньшей прозрачности и повышенного риска контрагента.

Структура swap-сделок может быть различной. Для примера на рис. 3 приведены схемы репликации на основе swap-сделок для фондов db x-trackers ETF[7]. В первом случае фонд приобретает по согласованию с банком некоторый портфель активов (замещающая корзина активов)[8] помещает его в траст в кастодиан и заключает сделку swap с банком, по которой фонд перечисляет банку доход портфеля активов, банк фонду — доход индекса. Во втором случае фонд вкладывает все и часть активов в swap-сделки, банк помещает обеспечение сделки в виде ценных бумаг на сегрегированный счет в кастодиане, открытый в интересах конкретного ETF и ежедневно пересчитываемый по рынку (mark-to-market). При этом банк платит фонду доход индекса, фонд банку — доходы, полученные от кастодиана по портфелю обеспечения в соответствии с договором между фондом и кастодианом.

10%-ное ограничение на позицию фонда в свопах означает, что долг swap-провайдера по swap-сделке не может превышать 10% активов фонда. Если граница превышена, то swap-провайдер обязан провести так называемое «приведение» индексного свопа (resetting the index swap) — выплатить фонду определенную сумму для инвестирования в замещающую корзину с целью снижения стоимости индексного свопа до менее чем 10% от активов.

Синтетическая репликация удобна, когда составляющих индекса либо очень много и затраты на ребалансировку портфеля слишком велики, либо не все составляющие портфеля активов ликвидны, либо минимальные лоты по активам слишком велики (в случае бондов).

Вместе с тем существенным для «синтетического» ETF является риск контрагента. Для преодоления этой проблемы используется заключение swap-сделок с несколькими провайдерами одновременно.

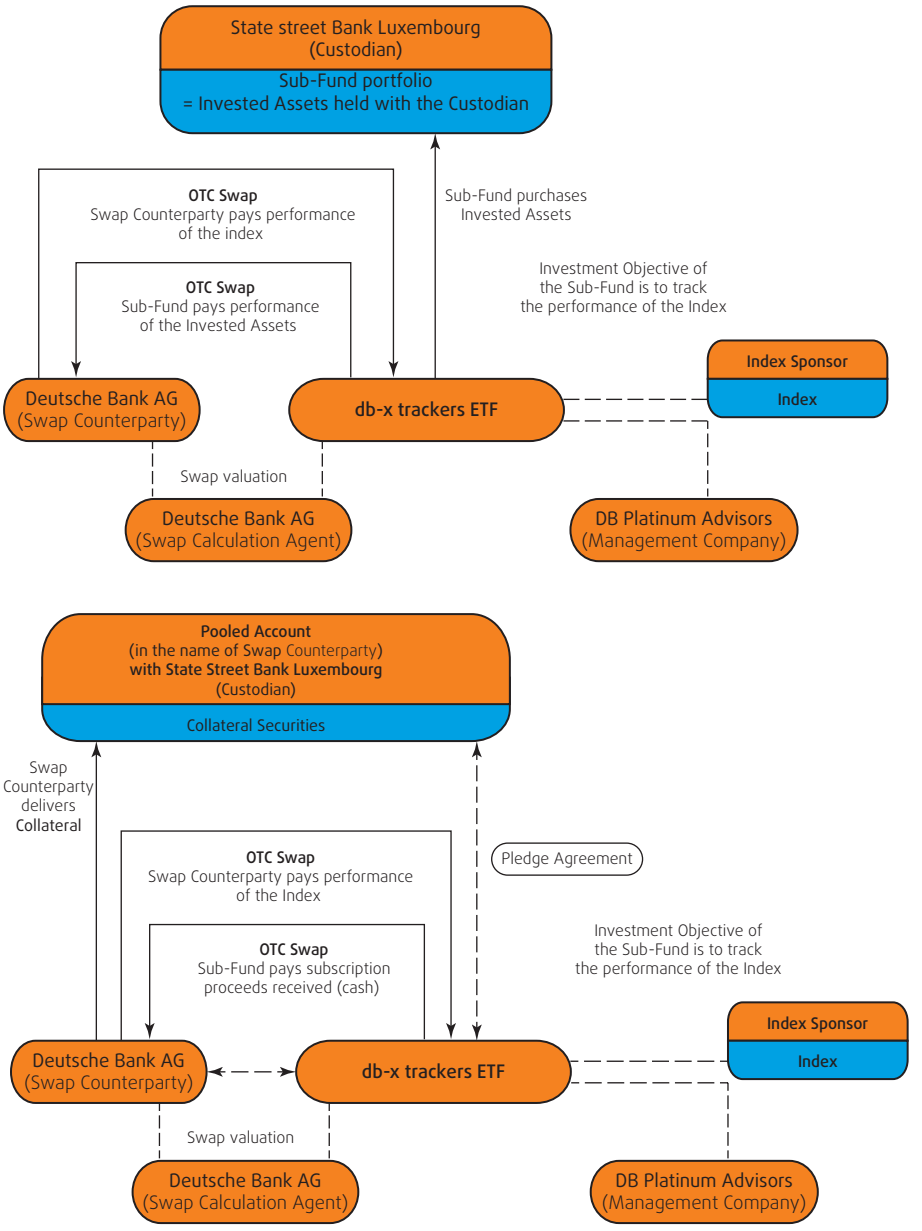
Операции создания/погашения блоков акций «синтетических» ETF осуществляются, как правило, наличными через кастодиан, что сильно разнится с практикой «натуральных» погашений. В то время как у ETF с физической репликацией есть несколько авторизованных дилеров, которые осуществляют покупку/погашение блоков акций ETF и дистрибуцию их на открытом рынке, то в случае «синтетического» ETF функции первичного покупателя и дистрибьютора акций на рынке исполняет, как правило, банк-swap-провайдер. Потенциально это может расширить спреды по акциям ETF на рынке из-за отсутствия конкуренции первичных дилеров.

Внебиржевая торговля акциями ETF

Как и любые акции, имеющие биржевой листинг, акции ETF могут обращаться на внебиржевом рынке. В целом внебиржевой рынок ETF сопоставим по объемам с биржевым и важен для оценки общей ликвидности конкретных ETF. Вместе с тем на американском рынке нормативно предусмотрено рапортирование на биржи информации о внебиржевых сделках с ETF, в то время как европейская Mifid пока не распространяется на ETF. Как следствие, объем рапортируемых сделок на европейском рынке уступает соответствующим показателям американского рынка в 20 раз, в то время как по биржевым оборотам европейский рынок уступает американскому лишь втрое. По данным iShares, более 60% европейского внебиржевого рынка ETF остается «невидимым».

Подготовленные в настоящее время предложения по развитию Mifid вы-

Рисунок 3. **Схемы синтетической репликации в db x-trackers ETF**



Источник. Detsche Bank.

равнивают требования по транспарентности к акциям и ETF, что позволит дать дополнительный импульс развитию ETF на европейском рынке. Многие консервативные институциональные инвесторы не инвестируют в ETF по причине их низкой ликвидности на биржевом рынке. Картина может измениться при учете операций с ними на OTC.

Биржевые инвестиционные паи на российском рынке

Тенденция увеличения популярности пассивного инвестирования пока не проявилась на российском рынке, во многом в связи с общей неразвитостью сферы коллективных инвестиций. В России стоимость чистых активов всех открытых и интервальных инвестиционных фондов составляет 0,25% ВВП, в то время как в США — 100%, в ЕС >50%.

Российские инструменты пассивного инвестирования (индексные фонды) в период кризиса не стали популярнее. Отток средств из них составил за последний год около 0,5 млрд рублей, при этом их доля в общей стоимости чистых активов открытых фондов за два последних года практически не изменилась и составляет 5-6%.

По состоянию на сентябрь 2010 года на российском рынке функционирует 41 индексный фонд (40 открытых и 1 интервальный) со СЧА 5,66 млрд рублей (30.10.2010), что составляет 1,4% от активов всех фондов и 6,7% от активов открытых фондов (табл. 4).

Самый крупный индексный фонд в России — «Биржевая площадь — Индекс ММВБ» с чистыми активами более 1 млрд руб. под управлением УК Банка Москвы. Декларируемые совокупные годовые затраты фонда — не более 220 bp, комиссия при входе — 1,5%, при выходе со сроком владения до 1 года — также 1,5%, минимальная сумма инвестирования — 1 тыс руб. (минимальный уровень на российском рынке). По три дня отводится на выдачу и погашение

паев, до 15 дней — на выдачу денежных средств.

На трехлетнем горизонте стоимость пая опережает индекс на 400 bp за счет реинвестирования дивидендов, которые покрывают затраты фонда и приносят дополнительный доход. Паи фонда допущены к торгам на Фондовой бирже ММВБ, однако биржевая торговля паями ведется неактивно (рис. 4).

В целом индексные ПИФы не ориентированы на биржевую торговлю — из 41 действующего индексного ПИФа лишь десять допущены к торгам на ФБ ММВБ, торговая активность по ним невелика. Все это пока не позволяет признать открытые индексные ПИФы с торгуемыми на бирже паями в качестве российского прообраза ETF.

Есть, правда, пример, за которым стоит последить. Недавно был запущен индексный фонд «Тройка Диалог — Индекс РТС Стандарт»[9] с одной особенностью — требования к минимальному объему инвестиций (после завершения формирования фонда) составляют 100 млн руб. при начальной стоимости пая в 1000 рублей. Тем самым предполагается участие крупных инвесторов (дилеров), выкупающих блоки акций у фонда и продающих их в розницу на вторичном рынке. Налицо определенные черты классических ETF, осталось проверить жизнеспособность этой конструкции в существующем правовом поле. Дилер должен выкупить на себя за наличные достаточно большой объем паев, тем самым подвергая себя существенному рыночному риску, поскольку на весь пакет может не оказаться спроса на рынке. В этой ситуации дилеру потребуется хеджирование, к примеру, фьючерсом на индекс РТС Стандарт, но там может не хватить ликвидности на подобный объем. Затраты на хеджирование, а также налоговые последствия и затраты на операции с фондом в результате будут переложены на конечных инвесторов в виде широких спредов, выставляемых дилерами, которых после завершения

Рис. 4. **Относительная динамика Индекса ММВБ и стоимости пая ПИФа «Биржевая площадь»**

Источник: ММВБ, УК Банка Москвы.

Таблица 4. **Первая десятка индексных ПИФов**

Индексный ПИФ	УК	Тип фонда	СЧА, млн руб (30.09.2010)
Биржевая площадь-Индекс ММВБ	УК Банка Москвы	Открытый	1143,1
ОТКРЫТИЕ - Индекс ММВБ - электроэнергетика	Открытие	Интервальный	674,8
КИТ Фортис-Индекс ММВБ	ТКБ БНП Париба Инвестмент Партнерс	Открытый	620,9
Райффайзен-Индекс ММВБ	Райффайзен Капитал	Открытый	444,4
ВТБ-Индекс ММВБ	ВТБ Управление активами	Открытый	382,6
КИТ Фортис-Индекс РТС	ТКБ БНП Париба Инвестмент Партнерс	Открытый	295,0
Солид-Индекс ММВБ	Солид Менеджмент	Открытый	226,4
Тройка Диалог — Индекс РТС Стандарт	Тройка Диалог	Открытый	207,2
Финам Индекс ММВБ	Финам Менеджмент	Открытый	182,4
Ак Барс-Индекс ММВБ	Ак Барс Капитал	Открытый	179,4

формирования фонда, судя по стоимости чистых активов, пока не появилось.

Требования действующего законодательства о рынке ценных бумаг и об инвестиционных фондах не позволяют организовать на российском рынке фонды ETF в том виде, в котором они существуют на развитых рынках. Вместе с тем ФСФР уже завершила разработку проекта закона «О внесении изменений в закон “Об инвестиционных фондах”», которым планируется ввести в обращение биржевые инвестиционные паи (аналог ETF). Сейчас проект проходит согласование в правительстве и в скором времени может быть внесен в Госдуму.

К сожалению, текст проекта пока не доступен для широкого обсуждения, поэтому ограничимся не претендующим на полную юридическую корректность перечислением ряда необходимых изменений в закон «Об инвестиционных фондах».

По-видимому, есть очевидный смысл внести такие изменения в закон, которые не будут полумерами и сразу позволят ввести в обращение инструменты, которые вызовут большой интерес инвесторов и станут ликвидными. Для фондов типа ETF подобными условиями является возможность выкупа и погашения паев в натуральной форме[10], а также возможность для фонда устанавливать минимальный объем погашения паев. В связи с этим необходимо:

- разрешить раздел имущества фонда и выделение из него доли в натуральной форме (ст. 11);
- разрешить передачу фонду в доверительное управление не только денежных средств, но и активов, определенных его инвестиционной декларацией (ст.13);
- определить (ст. 11 п. 6, ст. 14) дополнительным условием отсутствия у владельца биржевых инвестиционных паев права требовать от управляющей компании погашения принадлежащих ему инвестиционных паев недостаточный объем требований;

- дополнить (ст. 14) права владельца биржевых инвестиционных паев правом на получение от управляющей компании части имущества фонда (активов) в натуральной форме при прекращении договора доверительного управления;
- пункт 4 ст. 14 завершить словами «… кроме биржевых инвестиционных паев».

Юридические конструкции, связанные с выкупом и погашением ценных бумаг в натуральной форме, уже реализованы в Федеральном законе от 30 декабря 2006 года (№282-ФЗ) и в подзаконных актах, связанных с введением на российском рынке российских депозитарных расписок (РДР). По отношению к биржевым инвестиционным паям данные конструкции должны быть развиты с тем, чтобы, во-первых, имелись возможности натуральных операций, и, во вторых, чтобы в список активов биржевых инвестиционных фондов сразу могли быть включены иностранные ценные бумаги. Это имеет прямое практическое отношение к созданию МФЦ в России. ◻

Примечания

1 Имеют в основе набор облигаций, повторяющих облигационный индекс. Процентный доход выплачивается ежемесячно, капитальный — раз в год. Облигационные ETF используют частичную репликацию через наиболее ликвидные бонды, так как большая часть составляюших облигационного индекса малоликвидна.

2 Впервые введены в 2008 году. На конец 2009 года активы 23 фондов фондов составляли 824 млн долларов.

3 Вместо активов используются фьючерсы на активы. Поскольку фьючерс обеспечивает леверидж, оставшиеся средства используются, чтобы купить облигации, которые покрывают расходы ETF и позволяют заплатить дивиденды владельцам ETF.

4 Цель — предоставить инвесторам возможность обогнать базовый индекс. Из общей базы индекса по ряду критериев, включая фундаментальный и технический анализ, отбирается достаточно узкий набор акций, которые должны расти лучше рынка, и в них инвестируются средства. Портфель ребалансируется ежеквартально. В США для активно управляемых ETF разработано специальное регулирование SEC и первые фонды допущены к размещению в феврале 2008 года.

5 UCITS III (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) — это действующая директива в зоне ЕС, которая устанавливает стандарты для розничных структур коллективных инвестиций. Фонд, зарегистрированный согласно законодательству, отвечающему этой директиве, в любой стране еврозоны, может предлагать свои акции розничным инвесторам на всей территории ЕС.

6 Составляют 15–20 базисных пунктов.

7 http://www.dbxtrackers.com.sg/pdf/EN/investmentpolicy/investmentpolicyLU0380865021_2010_03.pdf

8 Substitute basket — корзина, не обязательно совпадающая по структуре с индексом. В ней могут присутствовать активы, не входящие в индекс. Конструируется корзина исходя из минимальных затрат на управление при соответствии требованиям регулирования.

9 Г. Исаев, ETF — совсем другая история, Cbonds Review, сент. 2010.

10 Операции в натуральной форме на текущий момент не разрешены для паевых открытых и интервальных инвестиционных фондов.

ПИФ

Александр Бару
начальник управления продаж и маркетинга
УК «Райффайзен Капитал»

Психология в технологиях

Подтолкнуть клиента к размышлениям о том, может ли он купить ПИФ, а затем перейти от размышлений к действиям

Методом проб и ошибок в управляющей компании «Райффайзен Капитал» пришли к пониманию того, как нужно выстраивать систему продаж инвестиционных продуктов и завоевывать лояльность клиентов. Как результат — лидерство в открытых фондах за последние два года.

Можно считать, что система продаж — любая — начинается с клиента. И если считать это отправной точкой стратегии продаж, то для начала имеет смысл понять его, клиента, мотивацию.

Люди могут инвестировать достаточно большие суммы, не всегда при этом понимая, как происходит сам процесс инвестирования. Что происходит после того, как человек принял решение купить паи или бумаги; подписал договор и отдал деньги? Что происходит с деньгами дальше? Каким образом из «черного ящика» появляется либо доходность, либо, наоборот, убытки?

Это интересует многих клиентов, и для понимания этого процесса мы начали об этом рассказывать журналистам, а через них — нашим потенциальным клиентам (и тем клиентам, которые уже существуют).

Сначала мы рассказывали о психологии управляющего — как мы вообще выбираем бумаги. Объясняли, чем руководствуемся, как это работает.

На втором этапе мы захотели рассказать, каким образом из небольшой компании (которая появилась в 2004 году, а продукты начала продавать в 2005) «Райффайзен Капитал» стала одним из лидеров открытых фондов по продажам, как за короткое время сложился механизм, который работает.

На рынке некоторые говорят, что мы — дочерняя компания крупного банка; поэтому деньги нам можно было легко получить от «мамы». Однако в этом утверждении нет правды: УК «Райффайзен Капитал» — абсолютно рыночная компания. Это наглядно демонстрирует динамика нашей клиентской базы, потому что она росла постепенно, а не

У молодого, подающего надежды, амбициозного продавца возникают психологические проблемы. А именно, он боится встретить клиента, который знает больше него. Так как он боится этого, то старается не говорить о продукте, если его не спрашивают, не следит за новостями финансового рынка и экономики в целом. Словом, прячет голову в песок и делает все, чтобы не продавать непонятный ему продукт.

скачкообразно. (То есть скачок был, но не кардинальный.) Наш показатель СЧА растет плавно, потому что не было разового заведения значительных денег. Российский рынок открытых ПИФов достаточно мал. Средства, которые пришли из Австрии, могли бы сделать нас абсолютными лидерами. Но такого не случилось. Факты — и количество клиентов, и динамика продаж, и размеры активов под управлением — говорят именно о том, что мы действуем рыночными методами.

УК «Райффайзен Капитал» начала работать через банковскую сеть, заточенную сугубо под бизнес на стандартных банковских продуктах, — достаточно консервативных. До этого через сеть банка «Райффайзен» работали фонды «Дойче Инвестмент», «Тройки Диалог». Но с 2006 года в сети остались только мы.

В чем, собственно говоря, состоит психология технологий продаж?

Прежде всего, надо сказать о том, что нашим агентом является банк, а значит, мы имеем дело с банковскими сотрудниками. Сама УК продает 0,001 от общего объема продаж. «Наши агенты» — достаточно молодые, образованные люди. Но они образованы нашими университетами/институтами в основном как банковские специалисты. У них пока нет хорошего понимания природы фондового рынка и механизмов его работы.

Сами по себе инвестиционные услуги — одни из самых сложных в линейке банковских продуктов. Это не депозиты, с которыми все просто: клиент хочет вложить деньги под определенный процент. Если процент в конкретном банке его устраивает, то он подписывает договор, и на этом процесс продажи закончен. В случае продажи инвестиционного продукта продавец не может обещать никаких конкретных результатов. При этом он должен знать продукты, знать, чем они отличаются друг от друга, понимать, что в данный момент происходит на рынке, какие факторы будут оказывать влияние на движение рынков в ближайшей перспективе. И с учетом всего перечисленного помогать определиться клиенту с инвестиционном выбором.

В связи с этим у молодого, подающего надежды, амбициозного продавца возникают психологические проблемы. А именно, он боится встретить клиента, который знает больше него. Так как он боится этого, то старается не говорить о продукте, если его не спрашивают, не следит за новостями финансового рынка и экономики в целом. Словом, прячет голову в песок и делает все, чтобы не продавать непонятный ему продукт. Несмотря на то, что на встречах с директорами, менеджерами, операционистами все утверждают обратное. Наша задача была — кардинально исправить эту ситуацию.

Еще важно заметить то, что для продаж нельзя привести людей откуда-то с Марса. Мы работаем с тем персоналом, который у нас есть. И должны повысить инвестиционную культуру именно этих людей. И надо отдать должное и банку в целом, и конкретно коллегам. В большинстве они хотят учиться новому.

Что же мы делали в этой ситуации? Через банковский тренинговый центр мы начали проводить для вновь пришедших сотрудников семинары о фондовом рынке: что такое фондовый рынок? что такое паевые инвестиционные фонды? И так далее. И присоединили к лекциям тренинг по продажам.

Кроме того, у нас появились дистанционные курсы. Если у человека есть время, он заходит в интранет и видит там презентацию различных продуктов (как они устроены и что с ними делать).

Очень важный элемент (то, что мы долго не могли сделать) — это конференц-коллы. Весь «Райффайзен» разделен на семь хабов — региональных подразделений. Мы раз в неделю или две общались с различными регионами посредством конференц-коллов, где рассказывали о ситуации в отраслях, на рынке акций. Слушатели могли задать любой вопрос. Поначалу вопросов либо не было, либо они были примитивными. Со временем уровень начал повышаться. Тогда мы попробовали сделать так, чтобы слушатели начали готовиться к занятиям. Если помните, Сбербанк в свое время купил «Опель». По этому поводу мы устроили обсуждение, как покупка может сказаться на финансовом состоянии Сбербанка.

Параллельно мы проводили обучение по работе с клиентами: какие есть категории клиентов, как с ними можно работать, какая существует от них отдача.

Статистика показывала, что продажи происходят неравномерно: Москва продает процентов 80–85 от общего объема, Питер — процентов пять, а на долю регионов приходится остальное. То есть в России как будто денег нет нигде, кроме Москвы. Однако вряд ли это целиком соответствует истине. Поэтому в Санкт-Петербурге мы договорились с руководителем направления розницы о том, чтобы персонально пошагово обучать персонал технологии продаж. Начали с директоров отделений, затем обучали менеджеров (обучили по пять-шесть человек из каждого отделения), затем обучали операционистов. Теперь, когда клиент приходит в отделение с целью купить какие-то банковские продукты, его встречает операционист. И если он видит, что профиль клиента позволяет предложить ему инвестици-

онные продукты, то он направляет его к менеджеру.

На данный момент мы охватили такой подготовкой практически все отделения «Райффайзенбанка» в Санкт-Петербурге. И как только проходил этап обучения, продажи в каждом отделении резко поднимались. В целом они увеличились до 52 раз на некоторых периодах. И никакого волшебства!

Мы сделали еще вот что. Для того чтобы операционисты правильно говорили с клиентами, мы платили операционисту 50 рублей, если тот отправлял клиента к менеджеру. То есть заставили людей тренироваться в продажах каждый день. У менеджеров в результате увеличилась нагрузка. Таким образом, менеджер все лучше и лучше усваивал свою роль, у него появлялся навык общения, он понимал, что продавать ПИФы можно, и ничего страшного в этом нет. Продажи стали если не фантастическими, то очень хорошими.

Кроме того, очень важны так называемые POS-материалы. Для того чтобы 100% людей знали, что в отделении банка «Райффайзен» они могут купить паи ПИФов, мы заказали соответствующие плакаты; брошюры; материалы, которые всегда «под рукой», где есть подробная информация по всем нашим фондам. В Интернете на нашем сайте всегда можно просчитать стоимость пая.

Словом, на вооружение берется все. И это информационное давление толкает клиента к размышлениям «правда ли, я могу купить ПИФ? Лучше ли этот продукт, чем депозит?» (хотя, по правде, они не конкуренты) и так далее.

Потом мы начали делать продукты совместно с банком. В 2009 году мы ввели новый продукт, так называемый инвестиционный депозит. Его суть состоит в том, что при покупке паев ПИФа на сумму более 15 тысяч рублей, банк дает 16% годовых на депозитный вклад. В результате за три месяца клиентская база у нас удвоилась. При этом мы получили большую базу лояльных клиентов.

Кроме этого, параллельно мы попробовали создать в банке подразделениия, которые специализировались на инвестиционных продажах, так называемые IDSA (Investment director sales agency). Их персонал продает только инвестиционные продукты: паи ПИФов, пенсионные продукты и депозиты. В этих подразделениях работают люди, которые лучше, чем «розница», знают, что такое фондовый рынок. Когда такой человек начинал работать в отделении, где до того продажи были минимальными, они начинали подниматься.

Важна еще и мотивация. Менеджер может хорошо знать продукт, но если ему за это не доплачивают, то он с прохладцей относится к продажам. Поэтому мы постоянно думаем о премиях, призах для розницы. Мотивировать также может участие в конкурсах — одиночных или групповых, между отделениями.

Мы проводили конкурсы и для клиентов. После того как достаточно много клиентов принесло нам по 15 тысяч рублей, наш средний портфель «просел». Для того чтобы он увеличился, мы придумали конкурс «Отдохни, не откладывая инвестиций!» Если клиент приносил нам 500 тысяч рублей, то получал в качестве бонуса возможность недельного проживания в апартаментах четырех- или пятизвездочного отеля на заграничном курорте.

13 ноября мы начали формировать два паевых фонда — драгоценных металлов и акций «второго эшелона». Результат обескуражил даже саму Управляющую компанию. На формирование фонда по закону отводится три месяца. Нужное количество клиентов набралось за один день. Причем нужно было собрать 30 миллионов рублей, а мы набрали 164.

Безусловно, мы и раньше знали, что у нас хорошая сеть. Но в результате описанных событий мы убедились в том, что наши коллеги способны на чудеса. ◻

Для того чтобы операционисты правильно говорили с клиентами, мы платили операционисту 50 рублей, если тот отправлял клиента к менеджеру. То есть заставили людей тренироваться в продажах каждый день. У менеджеров в результате увеличилась нагрузка. Таким образом, менеджер все лучше и лучше усваивал свою роль, у него появлялся навык общения, он понимал, что продавать ПИФы можно, и ничего страшного в этом нет.

Сергей Сизов
заместитель торгового представителя РФ в КНР

Сергей Фомичев
стажер-эксперт торгпредства РФ в КНР, слушатель ГУ-ВШЭ

Российский тренд в Гонконге?

На ближайшую и среднесрочную перспективу Гонконг видится наиболее интересным источником пополнения капитала на глобальном рынке размещений

Первым российским листингом на Гонконгской фондовой бирже SEKH стало состоявшееся 27 января 2010 года масштабное размещение акций ОК «Русал». Относительная успешность «пилотного» проекта «Русала», добившегося основных поставленных на IPO целей, может инициировать целую серию российских размещений в Гонконге.

Важным шагом в преддверии IPO стало введение в состав правления ОК «Русал» двух независимых директоров влиятельных представителей высшего гонконгского истеблишмента.

Кто рано встает...

Известно, что компания начала проработку возможных вариантов IPO еще в 2002 году, до наступления мирового финансового кризиса, планируя выйти на биржу в 2006–2008 годы, и в этой связи руководством ОК «Русал» в предшествующий размещению период была проделана масштабная организационная работа по приведению главных критериев — финансов и структуры управления компании — в соответствие с требованиями международного листинга.

В частности, в 2002 году был учрежден офшорный материнский холдинг En+ Group, владеющий контрольным пакетом ОК «Русал» и ряда других аффилированных компаний, четко структурированных по направлениям деятельности. Таким образом, в отношении компании ОК «Русал» стала действовать соответствующая международным корпоративным стандартам «вертикально интегрированная» система управления активами. Примерно в этот же период компании холдинга En+ Group переходят на аудированную финансовую отчетность МСФО.

Важным шагом в рамках реорганизации компании ОК «Русал» в преддверии IPO в Гонконге также стало введение в состав правления двух независимых директоров влиятельных представителей высшего гонконгского истеблишмента. В ноябре 2009 года в совет директоров вошла мировой судья, бывший министр юстиции и член исполнительного совета правительства Гонконга госпожа Элси Льюнг. Одновременно был анонсирован приход в руководство компании с момента листинга ОК «Русал» на SEKH председателя Гонконгской товарной биржи, мирового судьи Барри Чьюнг. Вхождение извест-

В этой статье:

Проведение и результаты IPO ОК «Русал» в Гонконге.

Перспективы размещения российских компаний на SEKH.

Особенности современного размещения на SEKH.

ных в Гонконге фигур (оба независимых директора одновременно занимали нескольких официальных должностей в администрации Гонконга) в состав директоров компании-эмитента, несомненно, стало позитивным сигналом устроителям IPO и заинтересованным инвесторам о надежности контроля в отношении соответствия ОК «Русал» требованиям листинга на SEKH.

Для организации IPO ОК «Русал» выбрало команду, включавшую как известных в Гонконге первоклассных международных андеррайтеров (что, помимо собственно обеспечения пула инвесторов и эффективного прохождения процедур IPO, должно было дополнительно повлиять на повышение интереса независимых институциональных инвесторов к котировкам компании), так и ряд отечественных инвестиционных банков и корпораций, в том числе — стратегических партнеров компании в деле решения проблемы задолженности компаний холдинга En+ и его бенефициара — корпорации «Базэл».

В частности, глобальными координаторами IPO российской компании стали банки BNP Paribas Capital (Asia Pacific) Ltd и Credit Suisse (Hongkong) Ltd, совместными букраннерами — BofA — Merrill Lynch, Bank of China (BOC), Nomura International plc, ИГ «Ренессанс Капитал», ОАО «Сбербанк» и ИК «ВТБ Капитал». Фонд NV Investments Ltd финансиста Натаниэла Ротшильда в рамках IPO выступил официальным финансовым консультантом ОК «Русал».

Известно, что для лоббирования своего листинга ОК «Русал» эффективно использовал, в том числе, и имеющийся административный ресурс. В частности, президент гонконгской биржи Лоуренс Ли подтвердил в интервью журналистам, что по итогам бесед с высшим руководством России и учитывая возможность активизации российского тренда на бирже он лично убеждал управляющий комитет SEKH более благожелательно относиться к «новичку» из России (в частности, это сказалось на снижении предусмотренных Правилами листинга уровня требований к ОК «Русал» об обращении на свободном рынке 25% увеличенного капитала до уровня 10%, а также снижении для компании установленного Правилами листинга минимального количества подписчиков на акции на начало размещения с 300 до 100, при том что ОК «Русал» удалось впоследствии обеспечить 229)[1].

Информация о наличии административного ресурса ОК «Русал» сыграла определенную положительную роль и при формировании позиции инвесторов к компании как показатель ее высокого «политического» статуса, обусловливающего активную поддержку со стороны российского государства.

Как видится, помимо решения практических процедурных проблем, информация о наличии административного ресурса ОК «Русал» сыграла определенную положительную роль и при формировании позиции инвесторов к компании как показатель ее высокого «политического» статуса, обусловливающего активную поддержку со стороны российского государства и наличие возможностей для решения имеющихся проблем, в том числе и политическими методами.

«Трудности и лишения» «Русала» в Гонконге

Известно, что серьезным негативным фактором для ОК «Русал» в преддверии листинга стало наличие у компании больших объемов задолженности. Действительно, вследствие проведения ОК «Русал» в предкризисный период весьма агрессивной заемной политики, направленной на обеспечение ускоренного роста и входа в новые проекты, долговое бремя компании накануне IPO составляло в общей сложности 17,5 млрд долларов, и в этой связи одной из приоритетных задач IPO ОК «Русал» в Гонконге являлось именно частичное урегулирование и реструктуризация долга.

По мнению наблюдателей, в ходе подготовки к IPO представителями ОК «Русал» были достаточно успешно проведены переговоры о реструктуризации задолженности с большин-

ОК «Русал» привлекла 2,24 млрд долларов

ством кредиторов, что и стало главным условием для одобрения публичного размещения акций. 3 декабря 2009 года представители «Русала» в официальном пресс-релизе для руководства биржи и инвесторов объявили о завершении и результативности переговоров. По информации ОК «Русал», всего в переговорах по реструктуризации задолженности компании приняло участие более 70 кредитных институтов, в результате было пересмотрено около 50 кредитных соглашений. С использованием дополнительной кредитной помощи со стороны российских партнеров были достигнуты договоренности о погашении задолженности компании международным кредиторам в размере 7,4 млрд долларов из общей суммы долга. Также были подписаны соглашения о реструктуризации на 2,1 млрд долларов с российскими банками, включая ВТБ, Газпромбанк и Сбербанк, еще на 2,7 млрд долларов — с группой «Онексим»[2].

Однако, наличие разнопланового информационного негатива, связанного с наличием задолженности и другими некоммерческими рисками, не могло определенным образом не сказаться на эффективности IPO.

В частности, первоначально планировавшийся к роли основного глобального организатора американский инвестиционный банк Goldman Sachs уже на стадии подготовки отказался от участия в проекте (его место занял упомянутый BNP Paribas Capital (Asia Pasific) Ltd). Также, ссылаясь на долговое бремя компании, от участия в покупке акций отстранился и крупнейший институциональный инвестор КНР — Суверенный фонд Китая (China Investment Corporation), что повлекло за собой более сдержанную позицию китайских инвесторов второго эшелона. Одновременно сомнения в эффективности будущего IPO стали выражать и западные игроки: так, с формулировкой «несогласие с экологической политикой» ОК «Русал» из проекта вышла инвестиционная компания Clariden Leu AG, подразделение Credit Suisse AG.

Негативным сигналом рынку стал также тот факт, что в связи с отнесением бумаг ОК «Русал» к категории рискованных к торгам официально не были допущены частные инвесторы. Впрочем, как представляется, организаторы IPO ОК «Русал» рассматривали участие «ритейлеров» лишь как дополнительный фактор, не добавляющий существенных изменений в разработанный ранее план на листинг. К тому же, как известно, российские корпорации (и компания ОК «Русал», вынужденная в перспективе решать споры с кредиторами из состава других акционеров, здесь не исключение) до настоящего времени сами не вполне стремятся иметь в составе акционеров неограниченное количество частных лиц (тем более иностранной юрисдикции) ввиду сложности соблюдения при этом баланса интересов акционеров и собственника.

Из-за неуверенности в успехе IPO администрация биржи три раза переносила момент принятия решения о назначении даты начала листинга, но на фоне стабильного повышения в этот же период времени (ноябрь – декабрь 2009 года) глобальных цен на алюминий, влияние данного фактора на интерес инвесторов к IPO было минимизировано.

Еще одним незапланированным отрицательным моментом, проявившимся уже в ходе размещения, стало то, что банки-организаторы и букраннеры IPO, опасаясь проявившейся понижательной тенденции на котировках акций компании, предпочли не покупать ценные бумаги ОК «Русал», отказавшись от полагавшегося им в течение 30 дней с момента листинга опциона на 225 млн новых акций (14% общего объема размещения), что в принципе могло бы переломить процесс понижения.

«Аллюминиевое» IPO: в сухом остатке

В целом, однако, несмотря на перечисленные вызовы и трудности, с которыми столкнулась компания, владельцы ОК «Русал» получили большинство запланированных выгод от IPO: акции компании в Гонконге были размещены общим объемом 1,61 миллиарда новых обыкновенных акций по средней цене размещения, что составило 1,39 доллара США (10,8 гонк. долларов) за одну ценную бумагу. В результате компания разместила 10,64% своих акций и привлекла 2,24 млрд долларов. Капитализация компании составила 14,9 млрд евро, или 21 млрд долларов, что сделало ОК «Русал» — крупнейшего в мире производителя первичного алюминия — также официально и самой дорогостоящей в мире компанией в своем секторе.

Таким образом, из проявивших в начале интерес к размещению 600 претендентов новыми акционерами ОК «Русал» в ходе IPO стали 229 новых инвесторов (в итоге число акционеров российской компании существенно возросло — с 4 до 233 акционеров), из которых самые крупные пакеты приобрели российский банк ОАО «ВТБ» (3,15% размещенного пакета), Ливийский суверенный фонд Libyan Investment Authority (1,43%), принадлежащий Натаниэлу Ротшильду фонд NV Investments Ltd (0,48%), хеджевый фонд Джона Полсона Paulson & Co (0,47%), холдинг Kuok Group (Kerry Trading Co Ltd, Cloud Nine Ltd и Twin turbo Ltd) малайзийского бизнесмена Роберта Куока (0,09%)[3].

Как и предполагалось, поступления от размещения ОК «Русал» в размере 2,24 млрд долларов направил на погашение задолженности. По информации ОК «Русал», были существенно перевыполнены обязательства по процессу погашения задолженности в 2010 году, предусмотренные соглашениями о реструктуризации долга, и в результате на период до конца 2013 года компании осталось выплатить банкам 3,3 млрд долларов.

В то же время ход котировок акций ОК «Русал» на SEHK, к неудовольствию биржевых инвесторов, демонстрировал достаточно серьезный тренд снижения. Так, уже в первый день торгов было зафиксировано уменьшение стоимости котирующихся акций ОК «Русал» на 8% (до 9,94 гонк. долл. за акцию), а к концу февраля снижение достигло уже отметки 30% стоимости акций (7,47 гонк. долл.). Как отмечают аналитики, столь внушительное уменьшение стоимости было связано с общим напряжением на международных рынках, обусловившим массовое избавление инвесторов от рискованных активов, а также падением в этот период мировых цен на алюминий. Исторический «минимум» торгов по акциям ОК «Русал» на SEHK был зафиксирован 9 июля 2010 года на уровне 6,75 гонк. долларов за акцию.

Однако начиная с третьего квартала 2010 года индексы акций ОК «Русал» на SEKH, поддерживаемые резким повышением мировых цен на основные металлы, не только стабилизировались, но и демонстрировали поступательный рост. 8 ноября 2010 года котировки акции ОК «Русал» достигли своего «пика», впервые превысив стоимость, заявленную при выходе на IPO и торгуясь на уровне 11,08 гонк. долларов. В последнее время, после определенного периода технического «отскока», акции компании котируются на достаточно комфортном для инвесторов уровне 9,75 гонк. долларов, ожидая дальнейших положительных информационных поводов с глобальных рынков металлов.

Таким образом, при всех имевшихся «шероховатостях» первого российского IPO в Гонконге возможно уже сегодня рассматривать указанный проект как весьма успешный для самой компании ОК «Русал», в среднесрочной перспективе — для ее новых акционеров и стратегически, с определенной точки зрения, — для российского бизнеса в целом. Отдельным позитивом полагали бы реализовавшийся стратегический интерес SEHK в запуске тренда IPO российских «голубых фишек».

Как представляется, суть проведенного размещения ОК «Русал» вкупе с официально обнародованными En+ планами дополнительно провести в 2011–2012 годах в Гонконге IPO акций принадлежащей холдингу крупнейшей энергетической компании России ОАО «ЕвроСибЭнерго» с активами в Восточной Сибири (обслуживает энергетические нужды заводов ОК «Русал») и аффилированной группы компаний Strikeforce Mining and Resources Ltd (управляющая компания — ЗАО УК «Союзметаллоресурс», второе место по производству молибдена в России) — есть начало долговременной международной «инвестиционной партии» главного акционера UK Rusal Олега Дерипаски, нацеленного на использование технических листингов на гонконгской (а впоследствии, скорее всего, и других фондовых площадках КНР) как части долговременной стратегии по выводу своего холдинга в прибыльность и закреплению своих энергетических и сырьевых активов на перспективном азиатском рынке.

С другой стороны, как видится пессимистам, именно долговое обременение, в разной степени объединяющее выводимые на IPO активы холдинга «Базэл», может серьезно снизить системный интерес гонконгских и международных инвесторов к последующим размещениям здесь российских компаний и затруднить процесс зарождения российского листингового тренда на азиатских биржах.

В то же время не исключено, что продолжающийся тренд увеличения спроса растущей китайской экономики на сырье и энергию может стать серьезным фактором поворота «в плюс» конъюнктуры российских предприятий в

«Поход» на SEKH продолжила компания Petropavlovsk PLC — третья по величине золотодобывающая компания в России.

Гонконге, как, например, это уже произошло в октябре с акциями ОК «Русал».

Кто на новенького?

В отличие от некоторого скепсиса аналитиков по поводу результатов IPO ОК «Русала», представители отечественного корпоративного сообщества расценили размещение первой российской компании в Гонконге как вполне результативное, соответствующее заявленным целям и параметрам, особенно на общем фоне неустойчивости глобальных финансовых рынков.

Так, вслед за размещением «Русала», еще одной компанией, продолжившей российский «поход» на SEHK и уже не связанной с Холдингом «Базэл», стала инкорпорированная в Великобритании компания Petropavlovsk PLC (бывшая Peter Humbro Mining plc) — третья по величине золотодобывающая компания в России с основными активами в Амурской области и Ямало-Ненецком округе. По сообщениям СМИ, Petropavlovsk уже в сентябре 2010 года подал заявку на получение листинга на SEKH для своей дочерней структуры — железорудного дивизиона NPMHoldCo (Non-Precious Metals Holding Co), намереваясь разместить до 7% акций аффилированной компании. Катализатором плана IPO стало участие в проекте инвестиционных партнеров — двух связанных с гонконгским миллиардером и богатейшим предпринимателем Юго-Восточной Азии Ли Ка-Шином (14-е место в списке Forbes) гонконгских инвестиционных фондов — Asia Resources Fund (участник инвестиционной группы General Enterprise Management Services, GEMS) и CEF Holdings Ltd, предоставивших Petropavlovsk PLC средства для увеличения капитализации в обмен на долю в NPMHoldCo с обязательным условием вывода акций NPMHoldCo на IPO в течение двух лет (интересно, что ранее Ли Ка-Шин планировал инвестировать в IPO Русала, однако изменил свое решение в связи с рискованностью бумаг).

Во второй половине 2010 года в связи с изменением стратегии Petropavlovsk Plc по выводу акций компании на листинг, холдинг NPMHoldCo был реорганизован в компанию IRC Ltd (юридически инкорпорирована в Гонконге, в августе Petropavlovsk PLC передал IRC Ltd 3 железорудных месторождения на территории России), и 21 октября 2010 года компания вышла на Main board Гонконгской биржи SEHK. По сравнению с IPO ОК «Русал» размещение IRC Ltd для широкой публики прошло незаметно — компания приобрела «лишь» 241 млн долларов, однако так же, как и «Русал», технически решила задачу возврата задолженности и финансирования разработки своих месторождений. Свидетельством доверия компании стала выдача IRC в декабре 2010 года нового кредита — крупнейший китайский банк ICBC финансировал проекты по добыче железной руды в объеме 340 млн долларов. Теперь, по-видимому, Petropavlovsk озаботится подготовкой вторичного размещения IRC либо будет педалировать планы листинга своего второго «китайского» актива — совместного с крупнейшим китайским производителем цветных металлов ChinAlco завода в провинции Хэйлунцзян, КНР по производству губчатого титана (общая капитализация проекта — более 300 млн долларов).

Что касается активности в Гонконге других отечественных «голубых фишек», то из перечня крупнейших российских корпораций в среднесрочной перспективе наиболее вероятным является выход на биржу ОАО «ВТБ». Банковская группа «ВТБ» — единственная из российских банковских игроков, имеющая в структуре действующий филиал на территории Китая (Шанхай) и заявившая о скорейшем открытии инвестиционного офиса в Гонконге (2011 год), позиционирует себя как основного игрока в секторе финансового обеспечения российско-китайского торгового и инвестиционного оборота. В ближайшей перспек-

тиве — подача шанхайским филиалом ВТБ заявки на работу с ритейловыми клиентами в юанях, что должно повысить его узнаваемость среди представителей «пророссийского пула» китайского бизнес-сообщества и усилить интерес частных инвесторов к возможному IPO ВТБ. Версия о скором выходе ВТБ на Гонконгскую биржу была озвучена еще в начале 2009 года, однако в сентябре 2010 года руководство ОАО «ВТБ» объявило об «паузе» в планах на Гонконгское IPO до 2013 года.

Кроме ОАО «ВТБ», ресурсный гигант ОАО НК «Роснефть» также имеет хорошие шансы на размещение в ближайшей перспективе. Операционным фоном подготовки компании к IPO становится локализация крупных активов компании в Китае — создание совместного с Китайской CNPC нефтеперерабатывающего завода в г. Тяньцзине для производства линейки продукции на основе российской нефти, стоимостью первой очереди проекта 5 млрд долларов и планы строительства 500 совместных автозаправок в северных провинциях Китая).

Не исключен также и рывок на этом направлении таких российских капитанов бизнеса, как лидер в производстве цветных металлов ГМК «НорНикель» (как операционный фон для выхода ГМК «НорНикель» на IPO можно рассматривать успешную деятельность азиатских сбытовых подразделений компании — гонконгской Norilsk Nickel Asia Ltd. — и офиса в Шанхае, а также подготовительную работу по созданию в Китае производственных активов — площадки по производству медных труб и медно-никелевых сплавов и завода по изготовлению автомобильных катализаторов из платины и палладия).

Газовая госкорпорация ОАО «Газпром» (в сентябре 2010 года ОАО «Газпром» с CNPC подписали расширенные основные условия поставок газа в Китай, составившие основу контракта, который планируется подписать в 2011 году. В конце августа 2010 года «Газпром» вернул проект российско-китайского газопровода «Алтай» в список перспективных газотранспортных проектов России с планами запуска в 2015–2018 годах.), АК «Алроса» (одна из крупнейших алмазодобывающих компаний мира, ежегодно проводит крупномасштабные международные аукционы алмазов и бриллиантов в Гонконге через свою гонконгскую дочернюю структуру). Холдинговая корпорация «Металлоинвест», контролируемая предпринимателем Алишером Усмановым, также объявила о планах листинга (на данный момент компания также определяется в своей инвестиционной стратегии между LSE и SEHK.

Одной из главных целей IPO, как и в случае с активами холдинга «Базэл», по-видимому, станет погашение выданной в 2009 года объемной кредитной линии ВТБ. О возможности выхода в 2012 году на листинг в Гонконге объявил и руководитель нефтяной компании «Лукойл» Леонид Федун, пояснив, что в настоящее время компания выбирает между Гонконгом и Сингапуром (предполагается, что на биржу будут выведена часть акций, выкупленных компанией у американской ConocoPhillips).

Крупнейшая золотодобывающая компания России «Полюс золото» в I квартале 2010 года также официально объявила о намерении разметить акции на SEKH для финансирования разработки одного из крупнейших в мире месторождений золота — Наталкинского месторождения в Магаданской области. Учитывая волатильность мировых валют и повышенный интерес ритейловых инвесторов к золоту (и Китай здесь не исключение), в ближайшие год-два у листинга «Полюса» весьма хорошие перспективы на привлечение инвестиций в китайском Гонконге.

В среднесрочной перспективе хорошие шансы на IPO на SEKH появляются также и у крупной российской компании несырьевой направленности — ОАО «РЖД. ОАО «РЖД» — российский монополист и главный отечественный участник международных инвестпроектов в сфере железнодорожной инфраструктуры, в рамках стратегии приватизации своих активов объявил о возможности проведения в 2012–2013 годах листинга своих дочерних компаний — крупнейшего контейнерного перевозчика грузов из Китая в Россию ОАО «Трансконтейнер» (в декабре 2010 года ОАО «Трансконтейнер» учредило с китайской корпорацией China Railway International Multimodal Transport (CRIMT) совместное транспортно-логистическое предприятие с суммарным объемом инвестиций в размере 2 млн долларов) и ведущего российского железнодорожного оператора ОАО «Первая грузовая компания». Впрочем, руководство «РЖД», выбирая между LSE и SEKH (к настоящему времени IPO ОАО «Трансконтейнер» на LSE уже состоялось, что, по мнению аналитиков, не снижает шансы нового IPO в Гонконге, особенно в условиях необходимости улучшения показателей инвестпрограммы головной компании в России) и до сих пор официально не подтвердило высказанную еще в начале 2010 года одним из топ-менеджеров компании версию о планах скорого размещения акций компании в Гонконге.

Среди других компаний, по неофициальным данным, в среднесрочной перспективе рассматривающих возможность листинга на SEHK, — подконтрольная корпорации «Ренова» золотодобывающая компания «Золото Камчатки» (в проекте которой участвуют китайские партнеры) и Сибирская угольная энергетическая компания (СУЭК) (импортер российского угля в Китай), дочерняя структура «Объединенной авиастроительной корпорации» лизинговая компания «Ильюшин финанс Ко».

По неофициальным данным, инвестиционные компании России сегодня ведут переговоры о Гонконгском IPO еще с 15–20 отечественными компаниями второго эшелона, как сырьевой, так и высокотехнологичной направленности.

По оценкам аналитиков, 2011–2013 годы могут стать весьма эффективными для российских компаний с точки зрения количества IPO: в общей сложности наши компании могут привлечь до 10 млрд долларов, что станет рекордом трехлетия для экономик Центральной и Восточной Европы. А на среднесрочную перспективу (6–7 лет) можно уже говорить о количестве, сопоставимом с совокупным российским IPO в Лондоне, то есть о 20–30 компаниях-эмитентах.

На скорейшую активизацию процесса запусков IPO новых эмитентов, в том числе из России, Гонконгскую SEHK стимулирует перспектива скорого открытия для иностранных листингов главного ее конкурента — Шанхайской фондовой биржи, 100% акционером которой является финансовый регулятор КНР.

Все дороги ведут... в Гонконг?

По общему правилу, принятому на большинстве крупных зарубежных бирж, для IPO на Гонконгской SEHK предпочтительно выводить акции компаний — холдингов или дочерних компаний, зарегистрированных в европейских странах, материковом Китае или офшорах, одновременно владеющих крупными активами в российском бизнесе. Не секрет, что в России уже сегодня действует целый отряд растущих компаний в различных отраслях, удовлетворяющих указанному критерию.

С другой стороны, такая «классическая» схема (реструктуризация компании и вывод бенифициара за рубеж) крайне негативно воспринимается российскими регуляторами, особенно применительно к крупным и стратегически значимым российским корпорациям, которые, по мнению государства, безусловно должны оставаться именно российскими резидентами и контролироваться российскими акционерами. Именно в этом контексте можно рассматривать утвержденные ФСФР России и вступившие в силу с 1 января 2010 года условия и ограничения в отношении проведения листинга отечественных корпораций за пределами Российской Федерации.

Взаимодействие российского предприятия с китайскими институциональными инвесторами в рамках стратегии по поводу IPO может быть осуществлено также и иным путем: инвесторы (самостоятельно либо ссудив деньги потенциальному стратегическому инвестору) могут выкупить или частично войти в капитал российского актива (как это, например, произошло при покупке китайским суверенным фондом CIC казахстанского актива «Казмунайгаз» или в случае уже упоминавшегося вхождения гонконгских инвестфондов в капитал готовящейся к IPO дочки Petropavlovsk Plc), чтобы затем самим провести его листинг, и впоследствии, через год–полтора, дать возможность уже российским государственным банкам поучаствовать в IPO в качестве инвестора, в результате повысив ликвидность указанного IPO, но уже по более высоким ценам.

Аналитики признают, что обстоятельством, серьезно тормозящим процесс локализации российскими эмитентами стабильной ниши на SEHK, является откровенно слабая информированность инвесторов азиатского рынка о состоянии, положительных изменениях и перспективах роста различных индустриальных и иных секторов российской экономики, а равно и о крупнейших отечественных компаниях, возглавивших этот рост.

Сегодня, то есть по истечении лишь нескольких месяцев после первого, достаточно противоречивого с точки зрения инвесторов, IPO российской компании ОК «Русал» на SEHK, еще нельзя рассчитывать на активное вовлечение китайских государственных банков и суверенных фондов в последующие российские листинги. Соответствующие инвестиционные решения этими крупными игроками могут приниматься в течение года-двух, а все объявляемые сегодня инвестиционные стратегии на самом деле были спланированы еще несколько лет назад.

Таким образом, ближайшая задача потенциальных кандидатов на листинг и поддерживающих их в этом инвестиционном начинании российских федеральных служб — это проведение комплекса презентаций и образовательных встреч с местными инвесторами без ожидания немедленных покупок, то есть общий информационный маркетинг российской экономики, работа на перспективу.

В этой связи, например, интересным видится опыт презентационной деятельности на данном направлении ИК «Тройка Диалог», ежегодно представляющей на китайском «Летнем Давосе» в Даляне инвестиционные презентации 50 российских растущих компаний, в том числе с прицелом на поиск стратегического партнера на слияния/поглощения и возможное IPO.

В свою очередь постепенная активизация институциональных азиатских инвесторов станет знаком частным инвесторам, которые способны принимать решения в течение пары недель при условии положительного отчета о финансовом состоянии и положении на рынке компании от международных юристов и оценщиков.

В целом же, как представляется, в ситуации, когда сроки открытия Шанхайской и Шэньчжэньской бирж для иностранных эмитентов еще не вполне определены, Гонконг на ближайшую и среднесрочную перспективу видится наиболее интересным источником пополнения капитала на глобальном рынке размещений.

Немаловажно, что после IPO ОК «Русал» и IRC Ltd у администрации Гонконгской биржи (как и других вовлеченных в процесс участников и наблюдателей) теперь также имеется ценный опыт, касающийся специфики работы с российскими компаниями.

Это в определенной мере ставит Россию в преференциальную позицию по сравнению с другими растущими рынками — Индией, Казахстаном, Индонезией, Монголией и др. А после еще пяти-шести российских размещений в Гонконге, которые могут произойти в течение года, можно будет говорить уже о появлении определенного сообщества китайских и международных инвесторов на SEHK, которое будет сфокусировано на портфельных инвестициях в Россию.

Таким образом, с учетом наметившейся тенденции на выход глобальной экономики из кризиса и восстановления капитализации компаний, эксперты рассматривают настоящий момент как весьма своевременный для вывода российских активов на IPO в Гонконге. В этом случае первым претендентам будет гарантировано лидерство в конкуренции за средства инвесторов.

С другой стороны, активность российских компаний в подготовке листинга на SEHK имеет и другой подтекст. Текущая волна оживления IPO на Гонконгской площадке, начавшаяся осенью 2009 года, во многом была обусловлена накачкой финансовых рынков ликвидностью и последующим ее перемещением в форме спекулятивных капиталов с замедливших рост рынков Европы, США и Японии на растущий китайский рынок. Как только правительства разных стран начнут сворачивать дотационную политику, интерес инвесторов к сфере IPO может резко пойти на убыль.

Нельзя забывать и еще об одном обстоятельстве, стимулирующем уже саму Гонконгскую SEHK на скорейшую активизацию процесса запусков IPO новых эмитентов, в том числе из России, — а именно о перспективе скорого открытия для иностранных листингов главного конкурента гонконгской площадки — Шанхайской фондовой биржи SSE, которая с учетом более тесной связи с материковыми инвесторами и близости к китайскому финансовому регулятору (Государственное управление по регулированию рынка ценных бумаг КНР — 100% акционер SSE) сможет замкнуть на себя немалую часть потенциальных претендентов на азиатский листинг. ◻

Примечания

1. http://www.rusal.ru/investors/E_Allotment.pdf
2. http://lenta.ru/news/2009/12/03/rusal/
3. http://www.metalinfo.ru/ru/news/40707

Светлана Пчелина
к.э.н., доцент, зам. зав. кафедрой Международного бухгалтерского учета и аудита ГУ-ВШЭ

Марина Минаева
ассистент кафедры Международного бухгалтерского учета и аудита ГУ-ВШЭ

Основные средства

Сравнительная оценка правил отражения в отчетности основных средств по российскому положению по бухгалтерскому учету и МСФО (IAS) 16

При переходе на МФСО большое значение имеет четкое понимание сходства и различия между отечественной системой бухгалтерского учета и международной системой финансовой отчетности. Статья посвящена порядку отнесения имущества к основным средствам и их оценке.

Отнесение к основным средствам

В Российской Федерации учет основных средств регулируется Положением по бухгалтерскому учету «Учет основных средств» (ПБУ 6/01). К основным средствам относится часть имущества организации, используемая при производстве товаров, работ, услуг и для управленческих нужд организации. Для признания актива основными средствами необходимо выполнение всех нижеперечисленных критериев одновременно.

1. Актив должен приносить доход в будущем.
2. Актив приобретается не с целью перепродажи. Этот критерий позволяет отделить основные средства от товаров.
3. Актив используется при производстве товаров, оказания работ и услуг, для управленческих нужд, что позволяет отделить основные средства от доходных вложений в материальные ценности.
4. Актив используется более 12 месяцев или в течение обычного операционного цикла, если он превышает 12 месяцев.

Правила отражения в отчетности основных средств регламентируются МСФО (IAS) 16 «Основные средства» («Property, Plant and Equipment»). К ним в соответствии с этим международным стандартом относятся активы, имеющие вещественную (материальную) основу и используемые для производства или поставки товаров и услуг, для сдачи в аренду другим компаниям и для административных целей; активы предполагаются к использованию более одного отчетного периода. Стоимостной предел отнесения объекта к основным средствам не устанавливается. Каждая компания, основываясь на принципе вещественности,

В этой статье:

Порядок отнесения к основным средствам.

Методики оценки основных средств.

Сравнение отечественной и международных методик.

самостоятельно устанавливает стоимостной предел.

Для того чтобы объект основных средств был признан в качестве актива, он должен не только соответствовать определению, но для него должен выполняться и критерий признания. Общая формулировка критерия признания представлена в Концептуальных основах подготовки и представления финансовой отчетности (Framework for Preparation and Presentation of Financial Statements), а МСФО (IAS) 16 конкретизирует ее применительно к основным средствам.

Объект основных средств признается активом только при выполнении двух условий одновременно: если существует вероятность притока в компанию будущих экономических выгод, связанных с данным активом, и стоимость актива может быть надежно измерена (оценена).

Первое из этих условий обычно выполняется с переходом права собственности на основные средства, то есть передаются все вознаграждения и риски, связанные с основными средствами. Второе условие, как правило, легко удовлетворяется, поскольку операция по приобретению актива предполагает наличие определенной стоимости.

МСФО (IAS) 16 предполагает использование профессиональных суждений для оценки стоимости индивидуального объекта основных средств. Так, например, запасные части и обслуживающее оборудование могут учитываться как запасы и списываться по мере их использования. В то же время крупные запасные части, оборудование для технического обслуживания конкретного объекта основных средств обычно учитываются как основные средства при условии их использования более одного отчетного периода.

Если объект имеет составные части с различными сроками полезного использования (например, самолет), то каждую составную часть необходимо рассматривать как отдельный объект основных средств.

В стандарте рассматривается ситуация, когда компания приобретает активы для обеспечения безопасности или для защиты окружающей среды. Такие активы не приносят прямой экономической выгоды в будущем, однако обеспечивают ее получение для компании в целом. Исходя из этого считается, что критерий их признания в качестве основных средств выполняется, но стоимость, по которой они признаются, не должна превышать их возмещаемой величины.

МСФО (IAS) 16 предполагает использование профессиональных суждений для оценки стоимости индивидуального объекта основных средств. Так, например, запасные части и обслуживающее оборудование могут учитываться как запасы и как основные средства в зависимости от сроков списания.

Оценка основных средств

Согласно ПБУ 6/01 основные средства имеют три вида оценки: первоначальная стоимость, остаточная стоимость и восстановительная стоимость.

Первоначальная стоимость — стоимость, по которой основные средства принимаются к учету. Определение первоначальной стоимости зависит от способа поступления основных средств в организацию.

Если средства поступают в качестве вклада в уставный капитал, то первоначальная стоимость — это оценка, согласованная учредителями.

Если основные средства приобретены за деньги, то первоначальная стоимость — это сумма фактических затрат на приобретение за вычетом возмещаемых налогов и общехозяйственных расходов. Однако общехозяйственные расходы, непосредственно связанные с приобретением, сооружением или изготовлением основных средств, включаются в их первоначальную стоимость.

Если основные средства созданы на предприятии, то первоначальная стоимость — это сумма фактических затрат по созданию.

Если основные средства получены безвозмездно (по договору дарения), то первоначальной стоимостью признается

их рыночная стоимость на дату принятия к учету в качестве внеоборотных (долгосрочных) активов.

Если основные средства получены в обмен на другое неденежное имущество, то первоначальная стоимость приобретенного основного средства оценивается по стоимости переданного или подлежащего передаче имущества с учетом денежного возмещения. Если достоверно определить стоимость переданного имущества нельзя, то оценка осуществляется по рыночной стоимости аналогичных основных средств. Достоверная оценка может быть, только если существует активный рынок данных товаров.

Остаточная стоимость — это стоимость, по которой основные средства отражаются в бухгалтерском балансе, это первоначальная стоимость, скорректированная на величину накопленной амортизации.

Амортизация — это постепенный перенос стоимости приобретенного основного средства на себестоимость изготавливаемой продукции.

Начисление амортизации начинается с первого числа месяца, следующего за месяцем принятия основных средств к учету, и продолжается до полного погашения стоимости этого актива. Амортизация начисляется ежемесячно в сумме 1/12 от рассчитанных годовых амортизационных отчислений. Начисление амортизации приостанавливается, если основное средство отправлено на доработку (восстановление) сроком более 12 месяцев или на консервацию более 3 месяцев. Начисление амортизации прекращается с первого числа месяца, следующего за месяцем выбытия или полного погашения стоимости основных средств.

Существуют неамортизируемые основные средства. Основные средства, потребительские свойства которых не изменяются во времени (например, объект природопользования и музейные ценности) и основные средства некоммерческих организаций.

Основные средства, первоначальная стоимость которых менее 20 000 рублей, согласно ПБУ 6/01 могут отражаться в бухгалтерском учете в составе материально-производственных запасов. Если принято решение отражать подобные активы в составе основных средств, то они не будут амортизироваться, а должны списываться сразу на себестоимость изготавливаемой продукции.

Согласно ПБУ 6/01 существуют четыре метода расчета амортизационных отчислений.

- **Линейный.** Базой для начисления амортизации является первоначальная стоимость. Норма рассчитывается исходя из срока полезного использования (СПИ). СПИ — срок, в течение которого организация собирается получать доход от использования актива. СПИ определяется в момент принятия объекта основных средств к учету исходя из ожидаемого срока использования этого объекта в соответствии с ожидаемой производительностью, физического износа, нормативно-правовых ограничений. СПИ может быть пересмотрен в случае улучшения первоначальных показателей.
- **Метод уменьшаемого остатка.** Базой является остаточная стоимость актива на начало отчетного года. Норма рассчитывается исходя из СПИ и коэффициента ускорения не более 3, который устанавливается организацией.
- **Метод списания первоначальной стоимости основных средств по сумме чисел лет.** База — первоначальная стоимость. Норма: количество лет до конца СПИ/ сумма чисел лет СПИ.
- **Производственный метод** — списание стоимости пропорционально объему продукции. Начисление амортизационных отчислений происходит из натурального показателя объема продукции в отчетном периоде и соотношения первоначальной стоимости и предполагаемого объема продукции на весь срок полезного использования (СПИ).

Стоимость, по которой основные средства приняты к учету, не подлежат изменению, кроме тех случаев, когда происходит достройка, дооборудование, реконструкция, модернизация, частичная ликвидация и переоценка.

Восстановительная стоимость — оценка, которую мы получаем в результате переоценки основных средств. Переоценка основных средств может производиться ежегодно для того, чтобы стоимость основных средств, по которой они отражаются в отчетности, существенно не отличалась от текущей стоимости. Данное решение коммерческая организация принимает самостоятельно. Если такое решение было принято, то переоценка должна производиться на регулярной основе на начало отчетного года.

Может быть несколько результатов переоценки.

Согласно МСФО (IAS) 16 если объект основных средств удовлетворяет критерию признания, он должен первоначально оцениваться по первоначальной стоимости (стоимости приобретения). Первоначальная стоимость (cost) — сумма денежных средств или их эквивалентов либо справедливая стоимость иного возмещения, переданные для приобретения актива в момент его приобретения или сооружения.

- Если в результате первой переоценки восстановительная стоимость больше первоначальной стоимости (дооценка), то сумму дооценки надо относить на добавочный капитал.
- Если в результате первой переоценки восстановительная стоимость меньше первоначальной стоимости (уценка), то сумму уценки надо относить на непокрытый убыток.
- Если в результате первой переоценки была дооценка, а в результате второй переоценки произошла уценка на сумму большую, чем была дооценка, то полученный в результате второй переоценки убыток компенсируется за счет созданного в результате первой переоценки дохода (добавочного капитала), а оставшуюся часть надо отнести на непокрытый убыток.
- Если в результате первой переоценки была уценка, а в результате второй переоценки произошла дооценка на сумму, большую, чем была уценка, то часть полученного в результате второй переоценки добавочного капитала используется на покрытие убытка прошлого периода, а оставшуюся часть надо отнести на добавочный капитал.

Текущий ремонт (восстановление). Фактические затраты на текущий ремонт включаются в себестоимость изготавливаемой продукции в том периоде, в котором они были понесены.

Капитальный ремонт. Затраты на капитальный ремонт включаются в себестоимость постепенно.

Модернизация и реконструкция. Подобные затраты увеличивают первоначальную стоимость основного средства, если в результате проведенных операций увеличиваются первоначальные показатели функционирования.

Прекращение признания основных средств происходит в результате выбытия. Выбытие может подразумевать списание, продажу, передачи по договору мены, дарения и в иных случаях. Доходы и расходы, возникающие в результате прекращения признания объектов основных средств, отражаются в Отчете о прибылях и убытках в качестве прочих доходов и расходов.

Согласно МСФО (IAS) 16 если объект основных средств удовлетворяет критерию признания, он должен первоначально оцениваться по первоначальной стоимости (стоимости приобретения). Первоначальная стоимость (cost) — сумма денежных средств или их эквивалентов либо справедливая стоимость иного возмещения, переданные для приобретения актива в момент его приобретения или сооружения.

В первоначальную стоимость объекта основных средств включаются:

- покупная цена, в том числе импортные пошлины и невозмещаемые налоги на покупку (за вычетом торговых скидок);
- прямые затраты по приведению актива в рабочее состояние:
  — затраты на подготовку площадки,
  — первичные затраты на доставку и разгрузку,
  — затраты на установку,
  — стоимость профессиональных услуг, таких как работа архитекторов, инженеров;
- предполагаемая (расчетная) стоимость демонтажа и ликвидации объекта и восстановление площадки (среды) в связи с имеющимися обязательствами, возникшими в связи с приобретением и эксплуатацией объекта основных средств, согласно МСФО (IAS) 37 «Резервы, условные обязательства и условные активы» («Provisions, Contingent Liabilities and Contingent Assets»), например, стоимость ликвидации и демонтажа нефтяной вышки и восстановление соответствующего земельного участка;
- расходы по процентам (до момента ввода в эксплуатацию).

По МФСО первоначальная стоимость основных средств определяется в зависимости от способа их приобретения.

1. Активы собственного производства включают:

- затраты на приобретение материалов и оплату услуг, использованных при создании основного средства;
- оплату труда работников, непосредственно участвовавших в процессе создания основного средства;
- общепроизводственные расходы (расход на ремонт и техническое обслуживание, на износ основных средств);
- затраты по займам.
  Согласно МСФО (IAS) 23 «Затраты по займам» («Borrowing Costs») при условии, что объект основных средств соответствует определению квалифицируемого актива (то есть требуется значительное время на доведение его до состояния пригодности к использованию), затраты по займам, имеющие непосредственное отношение к приобретению или созданию данного объекта основных средств, должны быть включены в его первоначальную стоимость (то есть капитализированы до момента его ввода в эксплуатацию).

2. Покупка за наличные: все фактические затраты на покупку, доставку, доведение до рабочего состояния.

Затраты на дорожное покрытие территории автостоянки относятся к объектам благоустройства земли (то есть к затратам на улучшение), имеющим ограниченный срок использования, и не входят в первоначальную стоимость земельного участка.

3. Приобретение в обмен на другие активы: если можно надежно определить справедливую стоимость как отданного, так и полученного актива, то базой оценки фактической стоимости полученного актива является справедливая стоимость отданного актива; в противном случае оценка производится по справедливой стоимости того актива,

Таблица

	Рыночная стоимость, долл.	Удельный вес в общей рыночной стоимости, %	Распределение стоимости покупки, долл.
Земля	20 000	20	18 000 (90 000x20%)
Здание	80 000	80	72 000 (90 000x80%)
	100 000		100 000

для которого она может быть надежно оценена.

Если объект основных средств получен в результате сделки некоммерческого характера (то есть сделки, не преследующей цели получения прибыли) либо справедливую стоимость данного объекта определить невозможно, то данный объект оценивается по балансовой стоимости отданного в обмен актива.

Для определения того, носит ли сделка коммерческий характер (преследует цель получения прибыли) или некоммерческий характер (не преследует цель получения прибыли), можно основываться на том, насколько данная сделка повлияет на будущие денежные потоки, а именно: изменится ли в результате данной сделки конфигурация денежных потоков компании, то есть суммы и сроки поступления и выбытия денежных средств, а также связанные с ними риски.

4. Приобретение в обмен на акции — по рыночной стоимости выпущенных акций.

5. Покупка с отсрочкой платежа — с учетом рыночной ставки дисконтирования (текущая рыночная ставка, соответствующая тем рискам, которые присущи активу).

Пример: компания ABC, 30 сентября 2007 года (эта дата является окончанием отчетного периода этой компании) приобрела оборудование. Для оплаты этого оборудования компания ABC передала поставщику свой вексель номиналом 10 000 000 долларов с погашением по предъявлению, но не раньше 30 сентября 2009 года. Таким образом, компания ABC получила отсрочку платежа на срок более двух лет. Ставка дисконтирования для данного объекта была рассчитана специалистами и составила 15%. Следовательно, дисконтированная стоимость векселя [PV=FV/(1+i)n]:

На 30 сентября 2007 года:

10 000 000/(1+0,15)2= 7 561 000.

Таким образом, первоначальная стоимость оборудования составила 7 561 000.

6. Покупка группы основных средств — с учетом пропорционального метода распределения стоимости покупки.

Пример: компания покупает землю и находящееся на ней здание за 90 000 долларов. Эти объекты основных средств должны быть представлены отдельно в финансовой отчетности. Для этого необходима информация о рыночной стоимости этих видов основных средств (таблица).

Следовательно, первоначальная стоимость земли — 18 000 долларов, первоначальная стоимость здания — 72 000 долларов.

Может быть и такая ситуация: компания покупает землю, на которой находится пруд, для строительства гостиницы. Возникает вопрос — куда следует отнести затраты на осушение земли: в первоначальную стоимость земли или в первоначальную стоимость гостиницы?

Учитываем следующее правило: все затраты, необходимые для приведения объекта основных средств в рабочее состояние, относятся на его первоначальную стоимость. Следовательно, ответ должен быть такой: затраты на осушение должны быть отнесены на первоначальную стоимость земли.

Расходы на улучшение объекта основных средств капитализируются (включаются в его первоначальную стоимость), если в результате таких расходов компания обоснованно предполагает получение больших экономических выгод, что проявляется:

- в продлении срока полезного использования;
- увеличении производственной мощности, то есть повышении эффективности использования;
- улучшении качества выпускаемой продукции, оказываемых работ и услуг;
- сокращении производственных затрат.

Примерами таких расходов являются переоборудование кузова грузовика, достройка еще одного этажа здания.

Во всех остальных случаях понесенные расходы будут отнесены на расходы текущего периода и отражены в Отчете о совокупной прибыли (либо в отдельном Отчете о прибылях и убытках).

Примерами подобного рода расходов являются расходы на текущий ремонт и техническое обслуживание грузовика.

Согласно МСФО (IAS) 16 компания может выбрать одну из двух моделей последующей оценки основных средств.

- Модель оценки по первоначальной стоимости (cost model) за вычетом накопленного износа и накопленных убытков от обесценения.
- Модель оценки по переоцененной стоимости (revaluation model), представляющей собой справедливую стоимость на дату переоценки, за вычетом накопленного износа и накопленных убытков от обесценения.

Если производится оценка отдельного объекта основных средств, то переоценке подлежит вся группа основных средств, к которой относится данный объект.

Примеры отдельных групп основных средств: земля, здания, оборудование, суда, самолеты, автотранспортные средства, мебель, офисное оборудование.

Переоценка должна проводиться с достаточной регулярностью, чтобы на отчетную дату не возникали существенные расхождения между стоимостью, по которой основные средства отображаются в Отчете о финансовом положении (балансовой стоимостью), и справедливой стоимостью.

При первичной переоценке увеличение балансовой стоимости (дооценка) входит в состав прочей совокупной прибыли и отражается в Отчете об изменениях в собственном капитале в разделе «Резерв переоценки» (Revaluation Surplus), а уменьшение балансовой стоимости (уценка) относится на финансовый результат и отражается в Отчете о совокупной прибыли или в отдельном Отчете о прибылях и убытках.

При последующей переоценке часть дооценки в пределах ранее признанной уценки относится на доходы текущего периода и отражается в Отчете о совокупной прибыли или в отдельном Отчете о прибылях и убытках, а оставшаяся сумма входит в состав прочей совокупной прибыли и отражается в Отчете об изменениях в собственном капитале в разделе «Резерв переоценки». При последующей переоценке часть уценки в пределах ранее признанной дооценки покрывается за счет ранее созданного резерва переоценки, а оставшаяся сумма относится на расходы периода и отражается в Отчете о совокупной прибыли или в отдельном Отчете о прибылях и убытках.

На дату переоценки накопленный износ (accumulated depreciation) учитывается по методу пропорциональной оценки и методу прямого списания.

Метод пропорциональной переоценки — первоначальная стоимость и накопленный износ пропорционально корректируются на коэффициент соотношения справедливой и балансовой (остаточной) стоимости.

Метод прямого списания — накопленный износ полностью списывается, резерв переоценки (прочая совокупная прибыль) равен разнице между справедливой и балансовой (остаточной) стоимости.

Пример: первоначальная стоимость переоцениваемого объекта основных средств — 1000 долларов, накопленный износ на дату переоценки — 250 долларов, справедливая стоимость объекта основных средств на дату переоценки — 1100 долларов.

Метод пропорциональной переоценки.

Коэффициент соотношения справедливой и балансовой стоимости = 1100 : (1000 — 250) = 1467.

Следовательно, скорректированная первоначальная стоимость объекта основных средств равна 1467 долларов (1000 x 1,467), накопленный износ — 367 долларов (250 x 1467). Таким образом,

балансовая стоимость объекта основных средств равна 1100 долларов (1467 – 367), что соответствует справедливой стоимости.

Результаты переоценки в финансовом учете компании отражаются следующим образом:

Дебет счета «Основное средство» 467
(1467 — 1000)
Кредит счета «Накопленный износ, основное средство» 117
(367 — 250)
Кредит счета «Резерв переоценки» 360
(467 — 117)

Метод прямого списания

Дебет счета «Основное средство» 100
(1100 — 1000)
Дебет счета «Накопленный износ, основное средство» 250
Кредит счета «Резерв переоценки» 350
[1100 — (1000 — 250)]

Независимо от выбранного метода компания должна провести тестирование на обесценение.

Амортизация (износ) (depreciation) — это систематическое распределение амортизируемой величины актива на протяжении срока его полезного использования.

Амортизируемая величина (depreciable amount) — разница между первоначальной стоимостью (или ее аналогом после переоценки) актива и его ликвидационной стоимости.

Ликвидационная стоимость (residual value) — сумма, которая могла бы быть получена за данный актив в настоящее время, при условии, что на момент оценки его состояние такое, как если бы он уже отработал весь срок его полезного использования.

Срок полезного использования (useful life) — это период времени, в течение которого компания предполагает использовать, актив либо количество изделий, которое компания предполагает произвести с использованием актива.

При определении срока полезного использования (СПИ) учитываются способы использования актива; физическое (техническое) или моральное устаревание актива; юридические или аналогичные ограничения на использование актива, например, в случае аренды объекта основных средств — сроки аренды.

Ликвидационная стоимость и сроки полезного использования должны пересматриваться в конце каждого финансового года. Согласно МСФО (IAS) 8 «Учетная политика, изменения в учетных оценках и ошибки» («Accounting Policies, Changes in Accounting Estimates and Errors») пересмотр трактуется как изменение учетных оценок.

Начисление амортизации начинается с момента, когда объект основных средств готов к использованию, и прекращается с наиболее ранней из двух дат: даты прекращения признания или даты, когда объект основных средств классифицируется как предназначенный для продажи (или включается в группу, которая классифицируется как предназначенная для продажи).

Не амортизируется такой объект основных средств, как земля, поскольку она имеет неограниченный срок полезного использования. Но если в первоначальную стоимость земли были включены затраты на ее восстановление, то они должны быть амортизированы в течение периода получения экономических выгод от осуществления этих затрат.

Расходы на амортизацию отчетного периода отражаются в Отчете о совокупной прибыли или в отдельном Отчете о прибылях и убытках.

МСФО (IAS) 16 разрешает использование различных методов начисления амортизации, каждый из которых должен отражать «модель» потребления компанией экономических выгод от использования основного средства. К этим методам относятся: линейный, производственный, уменьшаемого остатка.

Линейный метод (straight-line method) — стоимость объектов основных распределяется равномерно в течение срока их полезного использования. Годовая сумма амортизационных отчислений принимается равной разности между первоначальной стоимостью и ликвидационной стоимость,ю деленной на срок полезного использования.

Производственный метод (units of production method) — при расчете амортизации учитываются результаты использования объекта основных средств, например, ожидаемый объем производства или ожидаемый пробег.

Амортизируемая стоимость на единицу объема работ (производства) определяется как разность между первоначальной стоимостью и ликвидационной стоимостью, деленная на предполагаемый объем работ (производства) в единицах работы. В свою очередь годовая сумма амортизационных отчислений будет равна произведению амортизируемой стоимостью на единицу объема работ (производства) на объем работ (производства) за год.

Метод уменьшаемого остатка (diminishing balance method) — исполь-

Ликвидационная стоимость и сроки полезного использования должны пересматриваться в конце каждого финансового года. Согласно МСФО (IAS) 8 «Учетная политика, изменения в учетных оценках и ошибки» («Accounting Policies, Changes in Accounting Estimates and Errors») пересмотр трактуется как изменение учетных оценок.

зуется коэффициент, который, как правило, равен удвоенному коэффициенту, используемому при линейном методе. Данный коэффициент умножается на остаточную стоимость объекта основных средств. Предполагаемая ликвидационная стоимость используется для расчета амортизационных отчислений только в последний год использования объекта основных средств. В данном случае годовая сумма амортизационных отчислений равна остаточной стоимости на начало финансового года, умноженной на удвоенный коэффициент (норму) амортизации.

Данный метод обеспечивает соблюдение принципа соответствия доходов и расходов, так как более высокий уровень амортизации, начисляемой в первые годы использования объекта основных средств, соответствует более значительным экономическим выгодам, получаемым в этот период. Это наиболее приемлемый метод для основных средств, характеризующихся быстрым моральным устареванием в связи с научно-техническим прогрессом (компьютеры, средства телекоммуникации и т.п.).

Прекращение признания объекта основных средств происходит в момент его выбытия, выбытие может происходить разными способами, в том числе как продажа, сдача в финансовую аренду, дарение. Для определения даты выбытия необходимо использовать положения соответствующих стандартов, например при продаже, — МСФО (IAS) 18 «Выручка» («Leases»). Кроме того, прекращение признания объекта основных средств может происходить, когда компания не ожидает получения экономических выгод от дальнейшего использования этого объекта.

Финансовыми результатами от прекращения признания объектов основных средств могут быть либо прибыли, либо убытки, которые определяются как разница между чистыми поступлениями от выбытия объектов основных средств и их балансовой стоимостью.

Для определения даты выбытия необходимо использовать положения соответствующих стандартов, например при продаже, — МСФО (IAS) 18 «Выручка» («Leases»). Кроме того, прекращение признания объекта основных средств может происходить, когда компания не ожидает получения экономических выгод от дальнейшего использования этого объекта.

Эти прибыли и убытки будут отражены по статьям «Прочие доходы» или «Прочие расходы» в Отчете о совокупной прибыли (либо в отдельном Отчете о прибылях и убытках).

Финансовая отчетность должна содержать в себе следующую информацию для каждого объекта основных средств:

- способы оценки стоимости;
- используемые методы начисления амортизации;
- применяемые сроки полезного использования;
- сверка балансовой стоимости по состоянию на начало и конец отчетного периода при учете поступлений и выбытий объектов основных средств, их амортизации и обесценения;
- ограничения прав собственности и стоимость объектов основных средств, находящихся в залоге в качестве обеспечения обязательств;
- сумма обязательств в связи с приобретением объектов основных средств;
- справедливая стоимость.

Высотный рынок

31 января 2011 года Фондовая биржа «Санкт-Петербург» отмечает 20-летие. Двадцать лет — на самом деле солидный срок для организации, работающей на молодом российском фондовом рынке. Новое высотное здание биржи ФБСП в стиле хай-тек расположено на 26-й линии Васильевского острова. Из современных офисов открывается фантастически прекрасный и запоминающийся вид на город.

Несмотря на то что первая российская биржа появилась именно в Санкт-Петербурге в петровские времена, достойного здания в новейшей российской истории она не имела. Биржевое здание на стрелке Васильевского острова, открытое в 1816 году и спустя 180 лет переданное ФБ СП распоряжением тогдашнего мэра города Анатолия Собчака на ее пятилетие, мало подходило для использования современной торговой площадкой.

Котлован будущего нового здания появился на Васильевском в 2002 году, по соседству с неказистым павильоном современной постройки, в котором на тот момент располагалась Санкт-Петербургская биржа. Первоначально строительство нового корпуса затянулось из-за проблем, связанных с подрядчиками. Активно расти башня стала в 2005-2007 годах, когда удалось договориться с новыми партнерами.

Однако в начале лета 2008, когда внутренние отделочные работы уже завершались и шли переговоры с чиновниками Смольного о том, кто разрежет «красную ленточку», вокруг строительства разгорелся нешуточный скандал. Вдруг было замечено, что башня, выстроенная по давно согласованному проекту, нарушает исторически сложившуюся перспективу стрелки Васильевского острова. 18-этажное новое здание биржи и строящийся рядом жилой высотный дом действительно оказались весьма заметными на фоне общей низкоэтажной застройки, служившей гармоничным фоном ростральных колонн.

По итогам срочной поверки, проведенной службой строительного надзора города Санкт-Петербурга, было заявлено, что высота здания превышает высотный регламент района на 27 метров. Смольный предписал к июлю «отрезать» два верхних этажа и изменить цвет всей конструкции.

Мировая строительная практика знает очень мало примеров, когда строителей заставляли разобрать часть высотной конструкции. Подобный случай зарегистрирован в Дубае, где как-то был демонтирован последний уровень 125-этажной высотки из-за ошибки в проекте. Сложность задачи усугублялась не только ее исключительностью, но и тем, что на этих этажах располагались системы жизнеобеспечения здания. Строителям пришлось укрепить конструкции 16 этажа, куда было перенесено все техническое оборудование с 17 и 18 этажей.

16 июня 2008 года состоялось торжественное открытие башни, а в сентябре того же года начался демонтаж верхней части. Примечательно, что торги на бирже в этот период не прекращались, за исключением приостановок, проводившихся по предписаниям ФСФР России (ведь в это время на фондовом рынке бушевал жесточайший кризис).

В новом архитектурном облике, «укоротившись» и сменив форму крыши, здание «появилось» в свет 11 февраля 2010 года. Биржа ФБСП занимает в нем 4-й, 5-й и 6-й этажи. Здесь же расположены офисы Северо-Западного филиала НАУФОР, представительство Клирингового центра РТС, компания «Олма», ОАО «Регистратор Р.О.С.Т.», петербургский филиал компании «Алор».

В 2001-2006 годах биржа ФБСП являлась центром торговли акциями «Газпрома». В партнерстве с фондовой биржей РТС был создан механизм, позволявший использовать право ФБСП торговать бумагами газового монополиста через расчетно-депозитарную систему РТС.

Сегодня ФБСП в основном переключилась на торговлю реальным товаром — нефтепродуктами, зерном, минеральными удобрениями, щебнем и лесом, фактически являясь лидером этого рыночного сектора. В 2010 году оборот торгов реальным товаром на ФБСП достиг 3,69 млрд рублей. Кроме того, здесь обращаются фьючерсы на валюту, нефтепродукты, дизельное топливо. Бессменным руководителем биржи 20 лет является Виктор Николаев.

В высотном здании умеют работать по самым высоким стандартам.

Новости бирж

Королевская налоговая и таможенная служба Великобритании присвоила Фондовой бирже ММВБ статус «Признанной фондовой биржи» (Recognised stock exchange). Как сообщает пресс-служба биржи, действующее налоговое законодательство Великобритании позволяет эмитенту не исполнять функции налогового агента в случае листинга облигаций на фондовой бирже, которая включена в утвержденный налоговыми органами Великобритании список «Признанных фондовых бирж».

В свою очередь, инвесторы, приобретающие облигации эмитентов на «Признанной фондовой бирже», получают купонные платежи в полном объеме (без вычета налога). В этом случае у них появляется возможность учитывать доходы по облигациям при налоговом планировании.

Статус «Признанной фондовой биржи» распространяется на ценные бумаги, включенные в котировальные списки А1 и А2 Фондовой биржи ММВБ.

Фондовая биржа РТС получила статус наблюдателя в Федерации европейских фондовых бирж (The Federation of European Securities Exchanges, FESE). В качестве наблюдателя РТС получит прямой доступ к информационным услугам FESE, включая консультации Комиссии ЕС, Парламента ЕС, Европейской организации по ценным бумагам и рынкам и Европейского центрального банка, а также возможность участия в двусторонних встречах для обмена опытом и взаимодействия с европейскими партнерами и регуляторами.

Участниками FESE являются 45 фондовых, деривативных и товарных биржевых площадок из 30 стран.

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 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.