Содержание

№2, ФЕВРАЛЬ 2011

«Сейчас рынок фрагментирован»

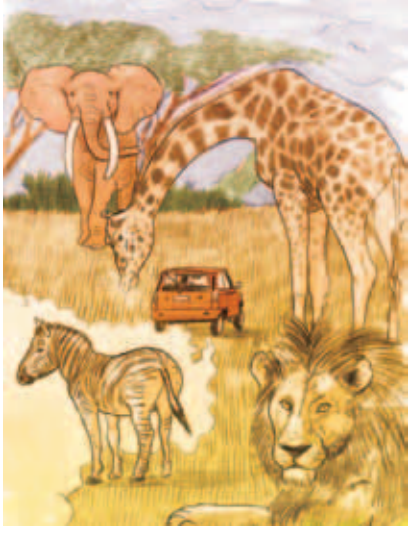
Директор управления по работе с частными клиентами «Тройки Диалог» Андрей Звездочкин рассказывает главному редактору «Вестника НАУФОР» Ирине Слюсаревой о том, как компания пережила кризис, о возможностях взаимодействия с региональными игроками и необходимости института финансовых советников.

12

42

Что случится, если произойдет

2011 год может стать годом структурных изменений в мировых финансах и реализации маловероятных ранее сценариев. Впереди — дорога, полная приключений и рисков для финансовой системы России.



СОБЫТИЕ

3 **Письмо Президенту**

НАУФОР направила президенту России письмо, в котором ставится вопрос о приоритетах регулирования финансового рынка.

ТЕМА НОМЕРА: НАВЕДЕНИЕ МОСТОВ

4 **Ключевое слово — долгосрочность**

Генеральный директор ИК «Атон» Андрей Шеметов рассказывает главному редактору журнала «Вестник НАУФОР» Ирине Слюсаревой о том, почему факт усиления государственного участия на финансовом рынке не является для него важным, и по каким принципам будет проходить IPO компании.

22 **Исповедаться регулятору**

Брокеры включены в список инсайдеров. Кроме того, закон налагает на них ответственность за непринятие предупредительных мер, в том числе и в отношении действий клиентов. Что это за меры и как правильно выполнить требования нового закона, обсуждают участники круглого стола НАУФОР.

ЭКСПЕРТНОЕ МНЕНИЕ

36 **Месяц в плюсе**

Рынок акций РФ в начале 2011 года оказался в тройке лидеров среди emerging markets.

МИРОВЫЕ ФИНАНСЫ

48 **Трансокеанские мосты**

В последнее время внимание широкой публики привлекло обсуждение ряда проектов, связанных с объединением бирж. Если до недавнего времени основные слияния в этой сфере происходили главным образом в рамках отдельных стран и Европейского союза, то в последний год они приобрели межконтинентальный характер.

52 **Биржевые хулиганы**

Манипуляции и инсайд на финансовых рынках США запрещены законом, подобные нарушения строго пресекаются SEC и даже ФБР. Но несмотря на жесткий контроль американских властей за участниками финансовых рынков, манипуляции случаются не так уж и редко. Как это возможно? В частности, благодаря умело поданным слухам.

ЗАДАЧА / РЕШЕНИЕ

56 **Футбол как инвестиция**

После кризиса предпочтения пайщиков ПИФов изменились: многие управляющие отмечают, что спрос клиентов сместился в более узкие инструменты. В частности, многих интересуют инвестиции в отраслевые фонды, поскольку такие фонды могут показать более сильный рост сравнительно с общим ростом рынка.

58 **Разные, хорошие**

Какие проекты реализовали РТС и ММВБ в последние месяцы и в какой логике это происходило.

Наводить мосты

Получилось так, что оба главных спикера этого номера, не сговариваясь, затронули общую тему — взаимодействие брокера и клиента.

Глава компании «Атон» Андрей Шеметов говорит в своем интервью о том, что задача брокера — помочь клиенту прийти на рынок долгосрочно. «Клиент — физическое лицо не может работать на рынке без помощника, в этом случае он быстро проиграет свои деньги. Наша цель — стать честным, добросовестным, долгосрочным и профессиональным финансовым помощником для нашего инвестора. Растить неких долгосрочных партнеров, которые будут понимать, что АТОН — это компания, которая стремится не только заработать на них, но также помогает сохранить и преумножить активы клиентов», — говорит он.

Андрей Звездочкин, директор управления по работе с частными клиентами компании «Тройка Диалог», отмечает, что кризис еще раз дал понять, насколько важны, помимо продуктового ряда, также подходы к обслуживанию клиентов.

В психологии такие вещи принято назвать просто и красиво: перцептивный сдвиг. Он чрезвычайно эффективен, поскольку помогает переходить к новым, максимально полезным установкам.

Кстати, коллеги-психологи отмечают, что эта продвинутая когнитивная техника фактически довольно распространена и столетиями применялась народом.

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, зав. отделом международных рынков капитала ИМЭМО РАН, 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**
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) 787-7775 Марина Климова.

Отпечатано в типографии «Парадиз»Москва,
Ленинградский проспект, дом 47
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.

Письмо Президенту РФ

НАУФОР направила руководству страны письмо, в котором ставится вопрос о приоритетах регулирования финансового рынка

В письме выражается обеспокоенность качеством реализации программы создания в России международного финансового центра (программа изложена в Стратегии развития финансового рынка РФ и Плане мероприятий по созданию МФЦ).

Письмо содержит предложения профессионального сообщества, которые фокусируются на мерах, приоритетных с точки зрения национальной индустрии, и отражают заинтересованность в создании конкурентоспособного национального финансового рынка. Данные предложения были также направлены в Рабочую группу по созданию международного финансового центра в Российской Федерации при Совете по развитию финансового рынка.

Однако хотелось бы, говорится в письме, обратить внимание на проблемы, которые выявились в ходе реализации уже действующих Программных документов, и которые должны быть устранены для эффективного достижения заявленных целей и задач.

Во-первых, содержащиеся в Программных документах меры не были должным образом структурированы с точки зрения их важности и связанности по отношению друг к другу. В результате стимулирующие меры (наиболее актуальные сейчас) были отодвинуты на второй план и не принимались, а принятие ряда мер, ужесточающих регулирование, напротив, было осуществлено. Так, российский налоговый режим по-прежнему не стимулирует долгосрочные инвестиции национальных инвесторов даже в той степени, в какой активность внутренних инвесторов стимулируется на развитых финансовых рынках, не являющихся офшорными.

Во-вторых, в ходе реализации Программных документов многие из предусмотренных мер приобретают иной смысл, утрачивая наиболее важные элементы. Например, решению вопроса о создании централизованной учетной системы мешает бессодержательная дискуссия о единственности центрального депозитария. Из законопроекта о защите интересов розничных инвесторов были исключены положения о создании института инвестиционных советников, предусмотренные Программными документами. Законопроект о совершенствовании процедуры эмиссии ценных бумаг утратил положения о передаче ряда административных функций в саморегулируемые организации. Вместо приведения требований к собственным средствам профессиональных участников рынка ценных бумаг к международным стандартам было осуществлено их многократное повышение, что полностью противоречит международным стандартам.

В-третьих, реализации Программных документов препятствует отсутствие особой процедуры, которая могла бы обеспечить воплощение их положений в разумные сроки. С процедурной точки зрения это уравнивает задачу создания международного финансового центра с другими, менее актуальными задачами правительства.

Начало активной работы над созданием в стране МФЦ ознаменовалось анонсированием сделки по поглощению фондовой биржи РТС другой биржей ММВБ. Такая сделка будет полезной для развития российского финансового рынка только при соблюдении ряда условий. В противном случае консолидация бирж приведет к обратному эффекту — к снижению глобальной конкурентоспособности российской биржи. При консолидации бирж необходимо избежать ряда рисков — потери сложившихся рынков, потери динамики создания финансовых продуктов, повышения издержек операций на бирже. Эти риски связаны с образованием по существу монопольной биржи, с недостаточным к настоящему моменту уровнем влияния участников рынка на деятельность ММВБ. Кроме того, финансовые средства группы ММВБ (которые будут затрачены на выкуп долей у акционеров группы РТС) лишают объединенную биржу имеющихся сегодня финансовых источников развития, декапитализируют ее важнейшие расчетно-клиринговые институты. Средства выводятся из контура потенциальных инвестиционных ресурсов фондовой инфраструктуры.

Подготовленные НАУФОР предложения, говорится далее в письме, фокусируются на мерах, приоритетных с точки зрения национальной индустрии. Финансовый рынок является глобальным, и российский правопорядок участвует в острой конкуренции с правопорядками других юрисдикций. Ни инвесторов, ни индустрию нельзя принудить, а можно только стимулировать к работе в рамках национального правопорядка, создавая для этого условия не худшие, а желательно лучшие по сравнению с иными юрисдикциями.

Отечественное регулирование финансового рынка нуждается в серьезном пересмотре с тем, чтобы стать привлекательным для всех групп участников финансового рынка. Простые и удобные для всех типов инвесторов и посредников правила входа на рынок и совершения операций с финансовыми инструментами должны сочетаться с современным законодательством и эффективным правоприменением по защите законных прав инвесторов. Сама же регулятивная система должна строиться на комбинированном подходе, опираясь на государственного регулятора в части регулирования «на основе правил» и на саморегулируемые организации — в части регулирования «на основе принципов». Не менее важно и смещение контроля из административной сферы в судебную.

Полностью письмо можно прочитать на сайте НАУФОР www.naufor.ru

Шеметов Андрей
генеральный директор ИК «Атон»

Ключевое слово — долгосрочность

После продажи институционального бизнеса у компании «Атон» остался лишь брокеридж. Но затем произошел возврат к мультипродуктовой модели

Генеральный директор ИК «Атон» Андрей Шеметов рассказывает главному редактору журнала «Вестник НАУФОР» Ирине Слюсаревой о том, почему факт усиления государственного участия на финансовом рынке не является для него важным, и по каким принципам будет проходить IPO компании.

— Андрей, каково положение компании «Атон» на рынке сейчас, и какие стратегические задачи вы ставите на кратко- и среднесрочный период?

— За 20-летнюю историю мы пережили не один трудный момент, и кризис 2008 года стал для нас временем новых возможностей: мы восстанавливали институциональный блок, открывали новые бизнесы.

В 2006 году институциональный бизнес компании «Атон» был, как известно, продан компании «Юникредит». У «Атона» остался брокерский бизнес по обслуживанию частных клиентов. В 2009 году соглашения с Unicredit перестали действовать, в компании был осуществлен возврат к мультипродуктовой модели, появились альтернативные брокерские продукты, ПИФы, доверительное управление.

В 2009 году были открыты три новых бизнеса — институциональный брокеридж, корпоративное финансирование, wealth management. Затем, уже в 2010 году, была проведена реструктуризация бизнеса и объединение правления инвестиционной и управляющей компаниями.

Сейчас структура группы «Атон» стоит из инвестиционной и управляющей компании, а также фонда прямых инвестиций.

Всего за два года из ритейловой компании «Атон» превратился в полноценный инвестиционный банк с большими амбициями и сильной командой.

Сегодня у нас более 40 000 клиентов, мы присутствуем в 69 регионах России и начали международную экспансию: в прошлом году «Атон» открыл офис в Лондоне и Казахстане, в этом году мы собираемся открывать офисы в Нью-Йорке и Женеве. Клиенты доверили нам около 2 млрд долларов, что говорит об уровне доверия к нашей компании в целом и выгодности работы с нами.

Наша бизнес-модель, вся наша деятельность основана на одном очень простом правиле: мы

Сегодня у нас более 40 000 клиентов, мы присутствуем в 69 регионах России и начали международную экспансию.

всегда должны иметь возможность вернуть все клиентские активы по первому требованию и используем клиентские активы только для операций, связанных с инвестиционными решениями самих клиентов.

— Как строится кадровая политика компании: как вы оцениваете состав нынешней команды «Атона», много ли в команде «звезд», как вы ищете кадры и по каким критериям?

— Мы не стремимся создавать команду звезд. Наша задача — построить звездную команду, и мы ее успешно реализуем. «Атон» нанимает на руководящие должности признанных в своей области специалистов с опытом работы в ведущих финансовых корпорациях России и мира, делая ставку на людей, которые могут создавать и развивать целые направления. Недавно к нам присоединился Павел Гренбьерг, который имеет шестнадцатилетний опыт работы на российских и зарубежных рынках. В «Атоне» он возглавил институциональный бизнес. Еще примеры: мы пригласили Алексея Ищенко — и возникло направление wealth management, пригласили Дмитрия Боски — и был создан Aton Capital Partners, Михаил Трофимов основал подразделение корпоративного финансирования, а Алексей Языков сформировал команду аналитиков. Тот факт, что к нашей команде присоединяются такие профессионалы рынка, как Бернард Сачер, член Совета директоров, является хорошим свидетельством наших успехов.

— Каковы основные проблемы российского рынка в настоящее время?

— Нам необходимо создать условия для привлечения иностранного капитала, тем более что западные инвесторы имеют интерес к нашему рынку. Именно в этом направлении необходима консолидация усилий как со стороны государства, так и со стороны основных участников рынка.

В 2010 году в другие развивающиеся страны приток инвестиций был гораздо больше, чем в Россию, и это было очень ощутимо. Я думаю, этот год должен быть лучше хотя бы в силу того, что весь мир продолжит расти, риски начнут снижаться, и недооценка России будет сглаживаться. Но нам необходимы серьезные доработки в законодательстве, чтобы, к примеру, вкладывая в БРИК, инвестор по-настоящему выбирал между Бразилией, Индией, Китаем и Россией.

Мы также должны начать уходить от ситуации, когда продаются только акции сырьевых компаний. Развитие рынка акций несырьевого сектора экономики может стать новой точкой роста для всей российской экономики. Для этого есть все предпосылки.

— Считаете ли вы реализуемой идею создания в Москве международного финансового центра?

— Главная задача рабочей группы по созданию МФЦ — создать условия для привлечения иностранных инвесторов в Россию и, в целом, в СНГ. Для этого в первую очередь необходимо синхронизировать законодательство РФ с международными стандартами и предоставить простой и удобный доступ на российский рынок инвесторам из любой точки

Мы не стремимся создавать команду звезд. Наша задача — построить звездную команду, и мы ее успешно реализуем. «Атон» нанимает на руководящие должности признанных в своей области специалистов с опытом работы в ведущих финансовых корпорациях России и мира, делая ставку на людей, которые могут создавать и развивать целые направления.

мира, от портфельного управляющего в лондонском Сити до пенсионерки из Калифорнии. В то же время важно, чтобы и российским инвесторам открылся удобный доступ на международные рынки. По сути, мы должны добиться ситуации, при которой международным и российским инвесторам будет одинаково удобно покупать как акции «Газпрома», так и акции «Кока-Колы».

— Компании «Атон» исполнилось 20 лет. Что это значит для вас?

— Я был приглашен в «Атон» в 2008 году по контракту на год, чтобы возглавить интернет-брокер. Но в момент кризиса появились новые возможности развития компании, мы начали восстанавливать институциональную часть бизнеса и осуществлять возврат к мультипродуктовой модели. Когда эффективность этого решения стала очевидна, у меня проснулся здоровый интерес к новому полю возможностей, и я с большой охотой согласился остаться на более длительный срок. Тем более что здесь существует особый «атоновский» дух, отличный от духа других компаний.

Самое главное качество компании — ее клиентоориентированность, желание следовать в первую очередь интересам клиента, а не собственным. Мы хотим не только зарабатывать деньги, но и помогать клиентам найти верное решение для инвестирования.

— Какой вы сейчас видите расстановку сил на рынке российского инвестиционного банкинга?

— Сейчас на рынке работает много компаний с различными формами собственности, структурами, уровнем капитала, объема рынка. В этом многообразии есть свои огромные преимущества — у клиентов есть выбор, а у компаний — стремление предоставлять все больше продуктов и услуг с более высоким качеством сервиса.

Основной особенностью инвестиционного банкинга сегодня я считаю доминирование компании с государственным участием или господдержкой. Поэтому независимость — определенное достоинство компании, которое позволяет ей выделяться. «Атон» остался единственной независимой инвестиционной группой, которая не связана ни с государством, ни с международными корпорациями, и в этом наше преимущество и отличие от конкурентов.

Независимость — определенное достоинство компании, которое позволяет ей выделяться. «Атон» остался единственной независимой инвестиционной группой, которая не связана ни с государством, ни с международными корпорациями, и в этом наше преимущество и отличие от конкурентов.

— Ухудшает ли это качество конкуренции? Или вмешательство государства было неминуемым из-за кризиса?

— Факт участия государства можно оценивать по-разному. Но в ситуации кризиса не было другого выбора, была необходимость предпринимать шаги по стабилизации ситуации. Это не плохо и не хорошо, случилось так, как случилось.

Наш рынок развивается очень быстро, и двигаться еще быстрее вряд ли получилось бы: ни экономика, ни рыночная инфраструктура не справились бы с таким темпом.

С другой стороны, сложно требовать от рынка наличия развитой инфраструктуры именно сейчас. Над ее усовершенствованием надо работать, и не один год.

— Каковы основные угрозы текущего момента для розничного брокерского бизнеса? Существует ли опасность того, что российские клиенты уйдут на другие рынки, более удобные и диверсифицированные?

— Самая главная угроза ритейловому бизнесу — низкий уровень финансовой грамотности населения. К сожалению, еще пока очень узкий круг инвесторов отличает, например, Forex от рынка ценных бумаг. Средний срок «жизни» клиента на рынке Forex составляет два месяца. Вероятность проигрыша — 100 процентов. Мы считаем, что этот рынок необходимо очень жестко регулировать, запрещать вход непрофессионалам, чтобы не плодить новых МММ или виртуальных казино. Опыт работы на этом рынке приводит людей к разочарованию в инвестиционной индустрии.

Так что не надо бояться того, что наши инвесторы будут выходить в Америку. Опасаться, скорее, приходится того, что в поисках доходностей инвесторы будут идти к недобросовестным посредникам и проигрывать свои активы, а затем делать вывод о том, что фондовый рынок — индустрия финансовых пирамид.

Отсутствие финансовой грамотности, отсутствие опыта глобального финансового планирования сильно сужает возможности нашего рынка. Если в других странах ПИФы являются одной из основ экономики, то в России кризис полностью отбил у физических лиц интерес к инвестированию таким способом. В прошлом году приток средств в паевые инвестиционные фонды был крайне мал, и это не может не вызывать сожаления. Но, тем не менее, это направление необходимо развивать.

— О необходимости повышения финансовой грамотности много говорилось на всех уровнях. Позволяет ли нынешнее состояние вопроса говорить о возможности достижения конкретных результатов на этом направлении?

— Планы повышения финансовой грамотности населения действительно сформированы. Но конкретных действий в этом направлении недостаточно, а обсуждавшиеся законопроекты еще не заработали.

НАУФОР много раз ставил в публичном пространстве вопрос о необходимости введения на рынке института инвестиционных консультантов. СМИ неоднократно сообщали, что начата подготовка соответствующего законопроекта, но пока закон так и не появился.

Хотя наличие на рынке института профессиональных финансовых экспертов будет работать на повышение эффективности фондового рынка в целом. Финансовые советники способны значительно поднять уровень финансовой грамотности наших людей как потенциальных инвесторов.

— Многие считают, что можно приобщить к деятельности по финансовому консультированию сотрудников некрупных региональных инвестиционных компаний, которых (имею в виду компании) увеличение требований к собственному капиталу выталкивает с рынка.

— Наша компания давно занимается подобной деятельностью. Партнерская сеть «Атона» включает около ста партнеров. Но финансовый советник — это другая форма деятельности, еще более простая и более удобная. Для того чтобы финансовые советники появились как класс, надо создавать все необходимые условия — финансовые и законодательные.

— Какие законодательные задачи являются для российского рынка наиболее важными сейчас?

— Ключевой момент — синхронизация западного и российского законодательства в области финансов.

Должны быть созданы подобные западным механизмы в области депозитарной и торговой деятельности, запущены аналогичные операционно-финансовые системы, введены институты центрального контрагента. Если наши биржи объединяются, то логичным будет появление на российском рынке центрального депозитария.

Во всем мире 40% своих доходов биржи получают от депозитарно-клиринговой и кастодиальной деятельности. У нас основной доход биржи — комиссионный. Задача для российского рынка состоит в том, чтобы создать учетно-расчетную инфраструктуру, используя опыт западных коллег.

К торговой части тоже есть пожелания — надо переходить к стандарту расчетов T+n и стремиться к T+4. Чтобы эта схема расчетов была безопасной, нужен капитализированный центральный контрагент. Все эти вопросы взаимосвязаны и могут решаться именно в комплексе. Следует стремиться к тому, чтобы работа на российском рынке была аналогична работе на западных рынках, и потребителям было все равно, в какой точке мира работать.

— Само слияние российских бирж вы оцениваете положительно?

— Если объединение будет происходить на тех принципах, которые мы закладывали в ранее подписанный меморандум, и брокеры будут влиять на качество продукта сервиса и услуг, выражая, прежде всего, интересы собственных клиентов, то объединение должно пойти на пользу всем участникам фондового рынка.

— Глобальные биржи сливаются, потому что им на пятки наступают альтернативные торговые системы? У альтернативных площадок есть шанс потеснить биржи?

— Электронная торговля — наиболее гибкий инструмент, поэтому биржам надо думать о том, как они могут быть такими же гибкими.

Я приветствую честную рыночную конкуренцию в любом виде. Ключевое слово здесь — честную. И если бы в России появилась новая торговая система, которая давала сервис более качественный, нежели существующие биржи, то у меня не было бы никаких возможностей работать со «старыми» биржами. Потому что я обязан предоставлять своим клиентам лучший сервис.

— Какова главная задача вашей компании в среднесрочной перспективе?

— Задача «Атона» — выход на IPO с целью получить капитализацию около 1 миллиарда долларов. Для этого нам необходимо достичь прибыли около 100 млн долларов в год. Исходя из этих задач, мы движемся вперед, развивая различные направления: институциональный деск, ритейл и управление активами.

— Каковы движущие идеи вашего институционального бизнеса?

— Мы отличаемся от тройки крупнейших инвестбанков по сегментации клиентов — «Атон» ориентируется на работу с компаниями, в первую очередь, второго и третьего эшелонов.

В остальном у нас похожий сервис, похожая аналитика, та же процедура исполнения заявок. Мы тоже осуществляем вывод компаний на IPO, делаем облигационные эмиссии, проводим операции по слиянию/поглощению — предоставляем полный спектр сервисов.

Единственное отличие состоит в том, что мы хорошо сознаем: объем операций, которые может себе позволить «Атон», несколько ниже, чем объемы более крупных инвестбанков.

— Задачу провести IPO вы ставите, в том числе, для того, чтобы увеличить капитализацию?

— Выход на IPO является для нас тактической, а не стратегической задачей. Наша цель — построить привлекательный и прозрачный бизнес с понятной системой управления, высоким уровнем прибыльности и востребованной продуктовой линейкой. IPO является только одним из способов оценки результатов нашего труда, понимания того, какое место мы занимаем на рынке.

— По каким критериям определяется стоимость инвестиционной компании?

— Стоимость инвестиционной компании определяется различными показателями: book value, количество клиентов, flow, revenue, доходы. Мы приняли для себя в качестве базового показатель прибыли и решили, что в случае, если «Атон» достигнет уровня прибыльности в 100 миллионов долларов, то с мультипликатором 10 компания сможет рассчитывать на капитализацию в 1 миллиард.

— А где вы будете размещаться: в местах, где можно больше денег поднять или в России?

— Ничто не мешает совместить эти форматы, не вижу здесь противоречий. Можно частично разместиться за границей, а частично в России. Но пока об этом говорить довольно рано.

— Какие новые продукты вы запускаете?

— Мы запустили новую торговую систему «Атон-лайн-3». В ближайшее время она будет адаптирована для Android, iPhone и iPad. Также был запущен проект «Персональные инвестиции», в рамках которого мы предлагаем нашим клиентам различные продукты — ПИФы, доверительное управление, рекомендации по каким-либо конкретным эмитентам, доступ на международные рынки. Этот проект во многом повторяет логику построения финансовых ритейл-компаний в Америке, таких как Fidelity, Charles Schwab. Консультанты компании про-

Если бы в России появилась новая торговая система, которая давала сервис более качественный, нежели существующие биржи, то у меня не было бы никаких возможностей работать со «старыми» биржами. Потому что я обязан предоставлять своим клиентам лучший сервис.

водят для клиентов индивидуальное финансовое профилирование, на основании которого мы помогаем им формировать инвестиционные портфели, наиболее точно подходящие их возможностям и потребностям, с точки зрения срока и объема инвестиций, а также готовности к риску. Если мы будем видеть спрос наших клиентов на какие-либо новые продукты, мы с большим удовольствием будем расширять нашу линейку.

— Почему все-таки вы говорили о клиентоориентированности «Атона» как о принципиальном качестве компании?

— Профессионалам фондового рынка нужно получать от нас лишь быстрый и удобный фронт-офис.

Но есть другая категория клиентов — это люди, которые сейчас только обдумывают возможность выхода на фондовый рынок, ищут альтернативу инвестициям в депозиты. Мы хотим быть помощником именно для этой категории инвесторов. Сейчас мы специально запускаем службы customer-сервиса, чтобы понимать, как к нам относятся наши клиенты, какие точки роста у нас еще есть. Стремимся наладить сервис таким образом, чтобы иметь возможность объяснить каждому клиенту, в чем состоят его риски. Наша задача — помочь клиенту прийти на рынок долгосрочно. Ведь мы, как профессионалы, четко понимаем, что клиент — физическое лицо не может работать на рынке без помощника, в этом случае он быстро проиграет свои деньги. Наша цель — стать честным, добросовестным, долгосрочным и профессиональным финансовым помощником для нашего инвестора.

Мы не хотим растить спекулянтов, которые будут торговать с десятым плечом. Наша цель — иметь неких долгосрочных партнеров, которые будут понимать, что «Атон» — это компания, которая не только стремится на них заработать, но и помогает сохранить и преумножить активы. ◻

Андрей Звездочкин
директор управления по работе с частными клиентами «Тройки Диалог»

«Сейчас рынок фрагментирован»

Полнофункциональный инвестиционный банк для частных клиентов — эта модель имеет хорошие перспективы

Директор управления по работе с частными клиентами «Тройки Диалог» Андрей Звездочкин рассказывает главному редактору «Вестника НАУФОР» Ирине Слюсаревой о том, как компания пережила кризис, о возможностях взаимодействия с региональными игроками и необходимости института финансовых советников.

— Андрей, как вы оцениваете текущее состояние фондового рынка, каковы его основные параметры?

— Рынок восстанавливается после кризиса 2008 года. Ситуация 2009–2010 годов выглядит позитивно, кризисное падение в значительной степени отыграно. Клиенты, инвестировавшие два последних года, получили значительную прибыль, которая превышает доходность популярных альтернативных инструментов для вложения собственных средств, будь то недвижимость или банковские депозиты.

Кроме того, происходят позитивные макроэкономические изменения.

Прежде всего снизился уровень инфляции, что важно для частных инвестиций. В связи с этим меняется модель поведения частных клиентов. Если при высокой инфляции люди больше тратили, нежели сохраняли, то сейчас они большую часть средств направляют на сбережения. Это выражается и в притоке частных средств в финансовую систему на банковские и инвестиционные счета. Нашему рынку не хватало именно долгосрочных средств (к которым относятся инвестиции частных клиентов), но сейчас это положение меняется. В частности, если говорить о паевых инвестиционных фондах «Тройки Диалог», то здесь приток инвестиций в настоящее время в три раза больше, чем в 2010 году, и в 15 раз больше, чем в 2009 году. Это показатель того, как меняется ситуация на рынке.

Изменяется положение и на глобальных рынках. При всей неопределенности в отношении перспектив рынков развивающихся стран со стороны инвесторов отмечается большой интерес к России, и приток денег иностранных игроков подпитывает наш рост.

— Сейчас доходность средств, инвестированных в правильные ПИФы, превышает доходность инвестирования в недвижимость и депозиты. А насколько широко известен этот факт? Как потенциальные клиенты могут получить эту информацию?

с 18,7 до 21,8%

возросла за 2010 год наша доля на рынке ПИФов

— Для наших существующих и потенциальных клиентов информация доступна в режиме онлайн. Достаточно зайти на сайт компании, чтобы получить данные о результатах инвестиционных стратегий за любой момент времени.

Если говорить о более широком круге клиентов, то существует целый ряд экономических изданий, публикующих информацию о доходности инвестиционных инструментов. Но одних СМИ недостаточно.

Клиенты, конечно, могут сами прийти к мысли о целесообразности инвестирования. Но наш опыт показывает, что ситуацию на рынке быстрее и эффективнее могут изменить квалифицированные инвестиционные консультанты. Наличие на рынке финансовых советников — это ключевой момент.

— Существуют ли уроки кризиса, которые индустрия усвоила (и клиенты, может быть, тоже)?

— За последние два года индустрия, конечно, сильно поменялась. Не все компании пережили кризис, многие были вынуждены изменить свою стратегию.

Я бы обозначил несколько моментов, которые в качестве уроков вынесли для себя мы.

Прежде всего принципиальное значение имеет профессионализм, компетенция людей, которые работают в компании. Это основа нашей стратегии в части работы с клиентами. Мы сохранили костяк команды, который позволил нам не потерять в качестве обслуживания и уровне консультаций для клиентов.

Второй важный момент — продуктовый ряд и подходы к обслуживанию клиентов. «Тройка» сейчас предлагает самые современные и эффективные инвестиционные продукты. Некоторые из них являются уникальными, как, например, индексный ПИФ «Тройка Диалог — Индекс РТС Стандарт».

Так сложилось, что непосредственно перед кризисом мы перестраивали компанию для того, чтобы предлагать клиентам все инвестиционные продукты и услуги по принципу «единого окна». Идея сервиса заключается в том, чтобы клиентский менеджер мог предложить клиенту любые продукты и услуги.

В момент кризиса продажи продуктов из сегмента управления активами (ПИФы или доверительное управление) сократились. Одновременно с этим люди очень активно открывали личные брокерские счета. Один сегмент рынка пострадал, зато другой заметно вырос. Выстроив комплексную систему продаж, мы увереннее прошли кризис, нежели чем компании, предоставляющие ограниченный набор инвестиционных продуктов.

Третий важный момент — система дистрибуции. Система продаж «Тройки Диалог» включает как сеть собственных офисов в Москве и регионах (наличие широкой собственной сети продаж отличает «Тройку Диалог» от других компаний), так и развитую агентскую сеть, состоящую из крупнейших российских и иностранных коммерческих банков. К слову, продукты «Тройки Диалог» можно приобрести в более чем

Клиенты, конечно, могут сами прийти к мысли о целесообразности инвестирования. Но наш опыт показывает, что ситуацию на рынке быстрее и эффективнее могут изменить квалифицированные инвестиционные консультанты. Наличие на рынке финансовых советников — это ключевой момент.

500 агентских офисах. Наличие сбалансированной системы продаж плюс разные подходы к продажам позволяют нам уверенно себя чувствовать в разных рыночных реалиях.

— Как менялась ваша доля рынка с 2007 года по настоящее время?

— Не всегда можно точно оценить рыночную долю по отдельным направлениям, но, например, ПИФы — абсолютно прозрачный рынок. За 2010 год наша доля на рынке ОПИФ возросла с 18,7 до 21,8%.

А что такое 22% рынка паевых фондов в России? Для того чтобы понять, насколько серьезна эта позиция, достаточно сравнить ее с положением на рынке банковских депозитов частных лиц. Так, у крупнейшего частного банка доля рынка не превышает 2%. При этом мы продолжаем укреплять наши лидерские позиции.

— За счет чего? Или кого?

— Большое количество компаний пришло в индустрию на волне подъема в 2006–2007 годы. Не все из них пережили кризис: какие-то игроки ушли, какие-то изменили приоритеты. Последние 20 лет мы фокусируем свои усилия исключительно на инвестиционных услугах, предлагая новые продукты и решения, и это приносит свои результаты.

— А есть конкуренты, которые тоже нарастили рынок?

— Есть компании, которые активно развиваются. В сегменте паевых инвестиционных фондов можно отметить «Райффайзен Капитал». Из всех управляющих компаний они одни из немногих, кто научился правильно использовать банковскую сеть для продвижения паевых фондов.

Но если говорить о конкуренции вообще, то у нас нет прямого конкурента. «Тройка Диалог» — фактически полнофункциональный инвестиционный дом для частных клиентов. Мы работаем с разными категориями клиентов, начиная от массового сегмента и заканчивая состоятельными инвесторами, предлагая различные финансовые продукты.

Да, у нас есть конкуренты в определенных нишах — дисконтные брокеры, управляющие компании, структуры, обслуживающие состоятельных клиентов. Но второго полнофункционального инвестиционного дома в России сегодня нет. С ростом рынка, который сейчас достаточно фрагментирован, ситуация будет меняться.

— Вы говорили о том, что у вас хорошая продуктовая линейка, но ведь в инвестировании существует своя мода. Какие направления инвестирования сейчас являются «горячими»?

— Приходя на фондовый рынок, клиенты традиционно размещают свои активы в более рискованные инструменты, для того чтобы в конечном итоге получить больший доход. Поэтому сейчас, как и всегда (здесь каких-либо значительных изменений не произошло), основная часть средств идет в акции — будь то покупка отдельных ценных бумаг с брокерского счета, либо фонды акций, либо стратегии доверительного управления, связанные с акциями.

При этом за последнее время здесь тоже произошли некоторые изменения. Если говорить о фондах, то из продуктов «широкого рынка» деньги распределяются в сторону секторных стратегий. Клиенты ищут возможность увеличить доходность своих инвестиций. И некоторые секторные фонды были очень успешны. В частности, самым доходным фондом в России в 2010 году стал ОПИФ акций «Тройка Диалог — Потребительский сектор».

В фонды, которые показали лучшие результаты, как раз и перетекают деньги клиентов.

Облигационные продукты в этом году также оказались успешными, и их доходность (при довольно консервативной инвестиционной стратегии) весьма привлекательна. Поэтому мы видели значительный приток клиентских инвестиций в эту категорию фондов.

У клиентов есть интерес и к новым продуктам. За последние полгода «Тройкой Диалог» было запущено три новых фонда, которые на старте продаж вызвали большой интерес со стороны инвесторов. Первый аналог ETF в России, индексный ОПИФ «Тройка Диалог — РТС Стандарт», был запущен в августе. Осенью начались продажи паев ОПИФа смешанных инвестиций «Тройка Диалог — БРИК», который позволяет клиентам диверсифицировать свои вложения с учетом странового риска. В январе 2011 года в линейке появился ОПИФ акций «Тройка Диалог — Инфраструктура». Мы видим, что клиенты с большим интересом смотрят на новые идеи.

— Можно ли считать, что мода на инфраструктурные фонды недолговечна? Например, пройдет чемпионат мира, и интерес к таким фондам снизится.

— Известные события 2014 и 2018 годов, которые требуют больших вложений в инфраструктуру, имеют довольно долгосрочный инвестиционный горизонт. Кроме того, нашей стране нужно много инфраструктурных объектов: авто- и железные дороги, аэропорты. Много

Известные события 2014 и 2018 годов, которые требуют больших вложений в инфраструктуру, имеют довольно долгосрочный инвестиционный горизонт. Кроме того, нашей стране нужно много инфраструктурных объектов: авто- и железные дороги, аэропорты. Много проектов, куда нужно вкладывать деньги.

проектов, куда нужно вкладывать деньги. Мы никуда не уйдем от необходимости обустраивать страну.

— А такие инструменты, как индексные фонды, пользуются популярностью? Существует мнение, что индекс трудно обыграть.

— После кризиса очень хорошие результаты показывают активно управляемые фонды. Многие из них как раз обыграли индексы. И те клиенты, которые последнее время выбирали активно управляемые фонды, в большинстве своем оказались в выигрыше.

К сожалению, так сложилось, что результаты многих российских индексных фондов отличаются от того, что показывают базовые индексы. Как это получилось? Действия таких фондов могли не соответствовать заявленной инвестиционной стратегии.

Индексные фонды — отдельный большой сегмент, который будет расти и развиваться. Пример тому — наш индексный фонд «Тройка Диалог — Индекс РТС Стандарт». Это ETF, который точно следует индексу RTS Standard; у его пайщиков низкие издержки и, что немаловажно, они имеют возможность в любой момент купить (или продать) паи фонда на бирже через любого брокера и в любом объеме. Это большие преимущества, и они по достоинству оценены клиентами.

— Если состоится объединение бирж, то и индекс у нас останется один. Это хорошо, плохо?

— Возможное объединение бирж означает, что российский рынок получит вполне осязаемое преимущество. На одной площадке можно будет воспользоваться всем имеющимся инструментарием, не думая о том, где и какие деньги находятся и какие существуют ограничения. Безусловно, есть риски, связанные с наличием конкуренции на нашем рынке и динамикой развития бирж. Но в объединении очень много позитивных моментов для частных клиентов.

Для иностранных инвесторов появление объединенной инфраструктуры — тоже плюс. Результатом станет приток средств от международных инвесторов.

— Инновационные компании пока не представляют для вас интереса?

— Большинство компаний, включая крупнейшие, используют различного рода инновации — технологические или маркетинговые. Успешных историй множество. Например, в финансовой индустрии банк «Тинькофф Кредитные Системы» предлагает инновационную для России бизнес-модель. Последний отчет аналитического управления «Тройки Диалог» свидетельствует, что среднестатистический представитель среднего класса проводит в день больше трех часов в Интернете. И на наших глазах мобильный Интернет меняет жизнь.

Поэтому практически в любом нашем портфеле вы можете найти инновационные компании. Если же мы говорим о венчурном финансировании, фондах прямых инвестиций, то регуляторные ограничения и состояние этих сегментов финансового рынка не делают их перспективными для розничных инвесторов.

— Из каких сервисов состоит управление по работе с частными клиентами «Тройки Диалог»?

— Для того чтобы ответить на этот вопрос, можно оттолкнуться от потребностей самих клиентов, которых условно можно разделить на три группы.

Первая группа — это клиенты, которые предпочитают отдать деньги в доверительное управление: «Вот вам мои активы, вы будете ими управлять, а я — смотреть на финансовый результат».

Вторая группа — клиенты, которые самостоятельно принимают решения об инвестициях: «Откройте мне брокерский счет, и я самостоятельно буду покупать или продавать те или иные бумаги».

И между ними находится третья категория инвесторов, которые говорят: «Мне нужен ваш совет, но окончательное решение буду принимать я сам».

Каждой из этих категорий инвесторов предназначены свои продукты. Для первой это доверительное управление и паевые инвестиционные фонды. Клиенты этого типа инвестируют по стратегии, которую для себя определили при помощи финансового консультанта, периодически ребалансируя портфель. В принципе это подходит большему количеству клиентов, потому что задачи у каждого свои, и не у всех есть время на то, чтобы следить за изменением стоимости тех или иных ценных бумаг.

Второй категории клиентов требуется брокерское обслуживание. Здесь есть альтернативы. Можно открыть онлайн-счет (интернет-трейдинг) и покупать (или продавать) бумаги самостоятельно. Можно работать через персонального брокера по телефону.

Для третьей группы предназначен наш продукт Advisory. Управляющий предоставляет экспертизу, а клиент принимает то решение, которое сам считает правильным.

— То есть активность клиента не соотносится с размером активов?

— Во всех трех сегментах есть клиенты с различным размером активов. Достаточно иметь 50 тысяч рублей, чтобы открыть счет для интернет-трейдинга, либо 30 тысяч рублей, чтобы купить паи ПИФов. Но реально в каждом из этих сегментов есть клиенты со счетами в несколько десятков миллионов долларов. Если говорить о клиентской нише «Тройки Диалог», то нельзя сказать, что мы специализируемся на одной категории, — у нас 150 тысяч счетов.

— На рынок брокерского обслуживания активно входят банки с государственным участием. В частности, достаточно амбициозна программа оказания брокерских услуг со стороны Сбербанка. Считаете ли вы, что выход «монстров» изменит расклад сил на рынке?

— Все в мире меняется очень быстро. Кто бы мог подумать в декабре, что в Египте начнутся те события, за которыми мы сейчас наблюдаем. То же самое в

Хотя можно отметить, что на развитых рынках локальные инвесторы предпочитают местные бумаги: 80–90% инвестиций приходится на инвестиции внутри страны.

бизнесе — происходят быстрые и весьма значительные изменения.

На фондовый рынок выходят государственные банки, на рынке давно и успешно работают дочерние структуры крупных коммерческих банков. При этом «Тройка Диалог» является лидером рынка как независимая компания. Безусловно, рыночный ландшафт может измениться, ведь у крупных банков с государственным участием — огромная филиальная сеть и клиентская база. Но для достижения результата важно правильным образом выстроить этот бизнес, нужно решить множество задач. И вероятна ситуация, когда при огромных возможностях потенциал окажется нереализованным.

— В начале этого года на российском рынке появились бумаги иностранного государства, а также российские депозитарные расписки. Как вы оцениваете ближайшие последствия этих событий?

— Последствия состоят, в том числе, в том, что появилась возможность запускать продукты для широкого круга инвесторов с иностранными ценными бумагами.

Мы считаем, что это правильные изменения, они расширяют рынок и предоставляют клиентам дополнительные возможности, диверсифицируют страновые риски.

Хотя можно отметить, что на развитых рынках локальные инвесторы предпочитают местные бумаги: 80–90% инвестиций приходится на инвестиции внутри страны. Я уверен, что появление иностранных ценных бумаг не изменит отечественный рынок принципиально, но это движение в правильном направлении.

— Недавно прошло фирменное мероприятие «Тройки Диалог» — «Форум Россия 2011». Как вы охарактеризуете его итоги?

— Могу сказать, что общий фон Форума был позитивным и кардинально отличался от атмосферы и прогнозов форумов, организованных «Тройкой Диалог» в 2010 и 2009 годах. В мире остается много рисков и дисбалансов, но при этом многие были согласны с тем, что финансовый кризис пройден. Уже мало кто ждет W-образного сценария развития событий. Надеюсь, мы вступаем в очередной цикл роста, и до следующего кризиса у нас будет много времени.

Для фондового рынка в целом и для рынка частных клиентов следующие несколько лет будут интересными. Думаю, мы увидим гораздо более интенсивный рост активов частных клиентов, чем во времена бума рынка частных инвестиций в 2005–2007 годах. Наш рынок несопоставим с размерами российской экономики, и эта ситуация будет меняться.

Кратный рост рынка частных инвестиций в ближайшие годы сократит разрыв с нашими «соседями» по Восточной Европе и странами группы БРИК.

— Что вы можете сказать об институте финансовых советников?

— Начну с того, что сейчас в США через независимых финансовых консультантов на рынок приходит больше активов, чем через крупнейшие инвестиционные банки. И в России просто

Невозможно обойтись без индустрии финансового консультирования. Это все равно, как построить образовательную систему без учителей. Невозможно научить людей инвестированию только за счет рекламы. Здесь у нас большая проблема. Я думаю, в России не больше тысячи квалифицированных финансовых консультантов.

невозможно обойтись без индустрии финансового консультирования. Это все равно, как построить образовательную систему без учителей. Невозможно научить людей инвестированию только за счет рекламы. Здесь у нас большая проблема. Я думаю, в России не больше тысячи квалифицированных финансовых консультантов. А в Америке их триста тысяч. Со своей стороны мы прилагаем усилия для того, чтобы этих людей найти и обучить.

Сейчас я впервые, специально для вашего издания, озвучу новость: мы запускаем программу работы с независимыми региональными финансовыми консультантами и компаниями. У нас есть агентская сеть, состоящая из крупных банков, и мы идем дальше, начиная работать с небольшими компаниями. Это важное событие для «Тройки Диалог».

Осенью на конференции НАУФОР в Екатеринбурге имела место бурная дискуссия на предмет того, кто нужнее для рынка — крупные федеральные компании или же мелкие региональные. Споры были жаркими. Формат работы, который мы сейчас хотим организовать, мне кажется, позволяет создать хорошую платформу для взаимодействия федеральных и региональных компаний.

Объективно у «Тройки Диалог» больше возможностей предоставлять современные продукты. Преимущество же региональных компаний — в знании местного рынка и его специфики. Объединение этих качеств дает основу для успешной модели совместного бизнеса в регионах.

Взаимодействие может состоять в том, что региональные компании будут заниматься продажами, клиентским бизнесом, а мы — предоставлением продуктов и технологий.

— То есть мелкие региональные компании, которые сейчас выдавливаются с рынка, могут быть переориентированы с достаточно большим успехом?

— Мы видим почву для сотрудничества. У «Тройки Диалог» есть продукты и платформа для поддержания этих продуктов, а у региональной компании — связи, компетенция и понимание процессов на уровне региона. Как совместить эти два преимущества? Мы берем продукты «Тройки Диалог» и продаем их через региональную компанию.

— Как это воплощается на практике?

— Сначала мы проделали «домашнюю работу» для подготовки к взаимодействию с региональными компаниями. Сейчас будем точечно работать с разными местными игроками и искать взаимный интерес к сотрудничеству.

Если завершать тему финансовых консультантов, то следует заметить, что очень важно регулировать этот рынок, помогать его координировать.

— Должна быть выработана система лицензирования?

— Безусловно. Система обучения и лицензирования. К финансовым консультантам, которые работают в наших офисах, предъявляются довольно жесткие требования. Человек может работать с клиентом только в том случае, если он сдал экзамен Федеральной службы по финансовым рынкам, базовый экзамен, а также по брокерскому обслуживанию и управлению активами. Лишь человек, сдавший эти экзамены, может обеспечить соответствующий уровень обслуживания.

Сейчас продажами инвестиционных услуг большому количеству клиентов занялись банки. Их можно понять, они зарабатывают на депозитах, на продаже пластиковых карт, кредитов. Теперь хотят зарабатывать на продаже инвестиционных продуктов. Но этот продукт связан с риском для клиента, поэтому рынок нужно регулировать.

Появляются независимые финансовые консультанты. Как они работают, что делают, что продают?

Если человек сдает соответствующий экзамен ФСФР и получает лицензию, то есть гарантия того, что он сумеет выстроить процесс правильно. В то же время система контроля отрасли финансового консультирования должна быть легкой и простой, не нужно забюрократизированности. Финансовых консультантов должно быть гораздо больше для такой страны, как Россия. ◻

Исповедаться регулятору

В России вступил в силу закон о противодействии манипулированию и неправомерному использованию инсайдерской информации

Брокеры включены в список инсайдеров. Кроме того, закон налагает на них ответственность за непринятие предупредительных мер, в том числе и в отношении действий клиентов. Что это за меры и как правильно выполнить требования нового закона, обсуждают участники круглого стола НАУФОР.

В обсуждении приняли участие: Денис Гавинский, заместитель начальника управления информации и мониторинга финансового рынка ФСФР России; Екатерина Казаченко, председатель Правового комитета НАУФОР, генеральный директор ООО «Барклайс капитал»; Тамара Манукова, начальник правового управления НАУФОР; Тимур Ниязбаев, руководитель российской комплайенс-службы компании «Ренессанс Капитал»; Алексей Тимофеев, председатель правления НАУФОР; Эвелина Эвтимова, вице-президент, комплайенс-контролер ЗАО «Банк Кредит Свисс (Москва)». Модератор дискуссии — Римма Зарипова, корреспондент агентства «Интерфакс-АФИ».

— Как изменится деятельность профучастников в связи со вступлением в силу Закона об инсайде и какую подготовительную работу вы ведете?

Екатерина Казаченко: Мы надеемся, что в жизни добросовестных профучастников принципиально ничего не изменится. Практика фондового рынка никогда не приветствовала использование инсайдерской информации или манипулирование. Другой вопрос, что для компаний будет очень важно иметь надлежащие доказательства того, что она приложила все усилия для предотвращения таких ситуаций.

Алексей Тимофеев: Что касается манипулирования, то его запрет с правом ФСФР устанавливать факт манипулирования содержался в Законе о рынке ценных бумаг уже давно. А примерно за год до вступления в силу Закона об инсайде в Законе о рынке ценных бумаг появилось описание этого правонарушения девятью составами и одновременно с этим уголовная и административная ответственность за манипулирование.

С противодействием использованию инсайдерской информации совершен прорыв. Хотя законодательство пользовалось термином «служебная

информация» уже давно и даже давно предусматривало административную ответственность за это, но оно имело в виду очень ограниченный круг информации и очень ограниченный круг лиц, которые преследовались за ее использование. Теперь понятие инсайдерской информации стало гораздо шире, шире и круг лиц, которые могут быть правонарушителями, а к административной ответственности добавилась уголовная, вступающая в силу через несколько лет.

Денис Гавинский: А именно через два с половиной года. Что касается манипулирования, то основания наложения ответственности за манипулирование стали сложнее.

Чтобы квалифицировать те или иные действия как манипулирование рынком, их результатом должно стать существенное отклонение рыночных параметров, в первую очередь цены. Кроме того, основанием возбуждения уголовного дела по ст. 185.3 УК РФ «Манипулированием рынком» является наличие крупного ущерба, причиненного гражданам, организациям или государству, размер которого должен быть не менее 2,5 млн рублей. Более серьезное наказание предусмотрено при особо крупном — более 10 млн рублей — размере такого ущерба. Ранее по этой статье размер крупного ущерба был определен одним миллионом рублей.

А. Т.: Новое законодательство стало более взвешенным. К тому, что сказал Денис, добавлю, что изменилось отношение к субъективному элементу этого правонарушения. Во-первых, теперь

исключена возможность привлечения к ответственности за покушение на манипулирование. То есть для того чтобы это повлекло наказание, не просто должен наличествовать умысел осуществить манипулирование, но усилия правонарушителя должны быть успешными, то есть должны наступить негативные последствия.

Во-вторых, теперь нельзя наказывать и за неосторожность. Для разных видов ответственности есть нюансы, однако в целом появился инструментарий, позволяющий избежать ответственности в случае случайного нарушения, а также в случае, если нарушение совершено сотрудником брокерской компании…

Тамара Манукова: ...и изменились санкции за это нарушение. Если раньше был предусмотрен штраф от 500 тыс. до 1 млн рублей, то сейчас пределы санкций понижены и штраф налагается от 300 тыс. рублей.

Е. К: Кроме того, в явном виде теперь ответственность возложена на лицо, которое умышленно совершает деяние. То есть если, например, клиент, используя брокера, совершает деяние, которое подпадает под определение манипулирования, и именно от клиента исходит волевое действие, а брокер лишь добросовестно исполняет поручение клиента на совершение сделки, не будучи вовлеченным в само манипулирование, то ответственность за такое правонарушение будет нести клиент. Это очень существенно для финансового рынка, потому что все случаи манипулирования возможны только на организованном рынке, где формальными участниками торгов и сторонами по сделке являются брокеры.

— То есть если клиент брокера ведет инсайдерскую торговлю и совершает манипулирование, то брокер не будет нести никакой ответственности?

Е. К.: При условии, что сам брокер действовал добросовестно, — то есть ни в коей мере не был вовлечен в это противоправное деяние и не знал о том, что сделка имеет целью манипулирование или за данным поручением лежит какая-то инсайдерская информация. Или (второе условие) — если брокер знал, но предпринял все меры для противодействия противоправным деяниям.

Если манипулятором или инсайдером является клиент, то говорить о возложении на сотрудника брокера уголовной ответственности не приходится, а вот для решения вопроса об административной ответственности брокеру нужно будет доказать, что он действительно приложил все усилия для того, чтобы предотвратить такие ситуации.

А. Т.: Ведь брокер выступает от своего имени, даже действуя в интересах манипулирующего клиента, и внешне именно он выглядит манипулятором. При этом он не свободен, и исполнить поручение клиента — это его обязанность по договору.

Варианты защиты

— Какие меры должны принимать профучастники, чтобы предотвращать манипулирование?

Е. К.: Это как раз та тема, над которой очень активно работает НАУФОР в настоящий момент. Мы подготовили стандарты по противодействию манипулированию и использованию инсайдерской информации, которые в значительной степени призваны помочь брокеру, и намерены предложить те меры, которые сообщество считает наилучшей рыночной практикой по предотвращению инсайда и манипулирования.

Д. Г.: В законе перечислены меры, которые необходимо осуществлять, это глава вторая закона, которая так и называется — «Меры по предотвращению, выявлению и пресечению неправомерного использования инсайдерской информации или манипулирования рынком».

Во-первых, это подготовка внутренних нормативных документов, упорядочивающих доступ к инсайдерской информации, а также направленных на охрану ее конфиденциальности и контроль за соблюдением требований «антиинсайдерского» законодательства. Во-вторых и в-третьих, организационные меры: определение ответственного за осуществление этого контроля должностного лица (или структурного подразделения) и обеспечение условий для его работы.

Также брокерам необходимо внимательнее относиться к поручениям своих клиентов и при наличии подозрений в инсайде или манипулировании сразу же сообщать обо всем регулятору.

Т. М.: В нашем стандарте мы предлагаем конкретные меры, которые должен предпринять профучастник.

Эвелина Эвтимова: Мы старались быть более прагматичными, дать практические советы членам ассоциации. Условно те меры, которые мы написали, можно разделить на организационные и регулятивные.

В части организационных мер мы повторили закон и его требование о специальном подразделении или должностном лице, которое бы смотрело за соответствием деятельности профучастника требованиям нового закона. Мы также полагаем, что очень важно, чтобы сотрудники профучастников были уведомлены о требованиях закона, так что мы предусмотрели обучение для той части сотрудников, которая непосредственно участвует в совершении сделок или в их исполнении и соответственно может осуществлять некий мониторинг сделок.

Мы подумали о тех мерах, которые позволили бы нам как профучастникам выявлять потенциально манипулятивные клиентские поручения. Также подумали о том, что нужно уведомить клиентов об их ответственности и о требованиях нового закона.

Тимур Ниазбаев: Очень важно, по крайней мере на данном этапе, когда правоприменение только устанавливается, ввести разъяснительную работу как внутри компаний с людьми, которые

непосредственно общаются с клиентами, трейдерами, которые делают сделки, так и с клиентами.

Следующим этапом будет предварительный контроль за действиями: не допустить совершение тех или иных сделок на организованном рынке. Это уже сложнее. Мы анализировали составы, которые прописаны федеральным законом, обсуждали, как теоретически и технически, возможно, электронными средствами, программным обеспечением, не допускать совершения таких сделок. На развитых фондовых рынках такие программы существуют, я думаю, что в течение нескольких лет мы сможем такие программы адаптировать под Россию.

Э. Э.: Особенно если у нас появится хоть какая-нибудь идея касательно того, что есть существенное отклонение от уровня цены, объема, спроса и предложения, так как оно является определяющим для того, чтобы действия считались манипулированием рынком и наступала ответственность…

Д. Г.: В ближайшее время появится. ФСФР готовит методические рекомендации, чтобы на их основе фондовые биржи разработали критерии существенного отклонения параметров. При подготовке рекомендаций мы активно работаем с нашими коллегами из саморегулируемых организаций: НАУФОР, НФА, с представителями крупнейших брокеров.

Эти рекомендации находятся в высокой степени готовности в отношении цены ценных бумаг, причем ликвидной ее части. Мы будем утверждать рекомендации порциями, например, сначала по ликвидным бумагам, дальше будем определять методические рекомендации для объема, спроса, предложения, затем — по неликвидным бумагам, производным финансовым инструментам, товарам, валютам.

— **Назовите числовые характеристики.**

Д. Г.: Скорее всего, числовых характеристик не будет. Может быть, они появятся

только для неликвидных бумаг. Для ликвидных бумаг будет некая формула. Нам не хотелось бы ограничивать рынок жесткими рамками. Рынок — это живой организм. Сегодня он идет вверх, завтра вниз, и если мы «застолбим» коридоры, то рискуем в определенный момент оказаться среди сплошь манипуляторов.

А. Т.: Само собой, это не значит, что все будут манипуляторами, просто система мониторинга ФСФР будет сигнализировать о подозрительных сделках.

— А какие критерии вы закладываете в формулу?

Д. Г.: Нормальное распределение или стандартное среднеквадратическое отклонение с определенными поправками на общерыночную ситуацию. Все, что выходит за эти рамки, — существенное отклонение.

Э. Э.: Денис, не абсолютизируя этот превентивный контроль, о котором мы говорим, на ваш взгляд, те методические рекомендации, которые скоро выйдут в свет, помогут ли они профучастникам разработать какие-то мониторинговые системы? В частности, которые бы выдавали предупреждения при подозрительных клиентских поручениях, — либо нам придется дождаться слова бирж?

Д. Г.: В этих методических рекомендациях заложена дилемма — с одной стороны, не дать потенциальным манипуляторам какие-то ориентиры, которыми они будут руководствоваться, а с другой стороны, добросовестным брокерам и трейдерам, которые хотят исполнить требование закона и не допустить манипулирования, тоже нужны эти ориентиры. Эту проблему мы пока не решили, к окончательному выводу пока не пришли. Вероятно, как всегда, на выходе будет что-то среднее.

А. Т.: Насколько я понимаю, окончательное слово за биржами. Именно биржа определяет параметры существенного отклонения цен, объемов. Им это делать статистически и технологически гораздо легче, чем

ФСФР России. Идея разработки ФСФР методических рекомендаций возникла для того, что исключить разные подходы со стороны разных бирж — одна биржа установила бы одни критерии, а другая — другие. Однако после принятия методических рекомендаций ФСФР нам предстоит ждать решений со стороны бирж.

Д. Г.: Напомню, сегодня ценными бумагами и производными от них разрешено торговать на ММВБ, РТС и на двух санкт-петербургских биржах. На Московской фондовой бирже можно торговать только бумагами, организованный рынок иностранной валюты сосредоточен, по сути, только на ММВБ и ее филиалах, недавно был также запущен и на РТС. Товарных бирж больше 30, среди которых уже упомянутые санкт-петербургские биржи.

Е. К.: Эффективно выявить и не допустить выставление заявки на торги пока под силу только самой бирже, поэтому и биржевые площадки должны включиться в эту работу. На рынке готовых программных средств нет, разработка программы каждым брокером займет много времени. Второй вопрос — а хорошо ли, если в отсутствие правоприменительной практики (а значит — единообразного подхода), каждый брокер начнет разрабатывать самостоятельно что-то свое. Возможно, здесь есть поле для совместной деятельности профессиональных участников вместе с регулятором и биржей, направленной именно на недопущение таких сделок. Но это следующий этап работы, не в ближайшем будущем.

— Я правильно понимаю задачу брокера — не допустить выставление манипулятивной заявки?

Е. К.: Клиент брокера дает поручение, и в соответствии с действующим законодательством брокеру прямо запрещено каким-то образом влиять на волю клиента. Брокер не имеет права ни отговаривать клиента от выставления той или иной заявки, ни советовать ему что-то, ни побуждать его к чему-то. А вот предупредить клиента о действующем законодательстве в сфере противодействия манипулированию или недобросовестного использования инсайдерской информации, о том, что понимается под этими понятиями, о недопустимости таких действий и об ответственности за них, на мой взгляд, стоит.

А. Т.: Возможна и обратная ситуация. Исполнение поручения клиента, идущее изначально без умысла на манипулирование, может превратиться в манипулирование брокером, например, если продается большой пакет. От брокера стоит ждать, что поручение в этом случае будет исполнено наименее травматично для рынка. Ситуация с манипулированием клиента, однако, остается главным вызовом.

Е. К.: У брокеров зачастую совершенно нет возможности для того, чтобы выяснить и умысел клиента, и наличие сговора.

А. Т.: Это и не дело брокера, он может видеть объективную сторону, но он не может знать целей и мотивов клиента, поэтому он не должен иметь право препятствовать поручениям.

Впрочем, по закону в случае подозрения брокер должен сообщить об этом ФСФР России.

Е. К: Выявив что-то подозрительное …

Т. Н.: ...исповедаться,

А. Т.: …но исполнить поручение, в противном случае регулятор же и накажет брокера за то, что он однажды не выполнил поручение клиента.

Е. К: Более того, есть некоторое количество составов в манипулировании, которое трактует как манипулирование использование одним и тем же клиентом нескольких брокеров. Брокер может не знать о наличии у клиентов счетов у других брокеров и тех поручениях, которые клиент подает там. Экспертом будет являться регулятор, по той причине, что у клиента и брокера может возникнуть своего рода конфликт интересов, и именно регулятор является независимым лицом, способным разрешить этот конфликт.

Д. Г.: Регулятор обладает всей полнотой информации — он видит сообщения одного брокера, другого, он видит реестр сделок биржи, он может читать психологию тех или иных действий, запрашивать документы и объяснения, в том числе, объяснения клиентов, и на основании этого делать какие-то выводы.

Следствие ведут...

Е.К.: Эффективность этого законодательства в очень большой степени зависит от корректной правоприменительной практики. И вот ее формирование — это серьезная задача для рынка.

Т. Н.: Мы надеемся, что не просто будут действовать ценовые, ситуационные критерии, а будет процесс расследования. На первом этапе рассматривается только сам факт отклонения цены — подозрительность. За этим будет следовать серьезное расследование — умышленное было это действие или нет, было ли это связано со сговором или просто возникла такая ситуация на рынке.

Ошибочное впечатление, что можно ограничиться программным обеспечением для выявления манипулятивных сделок. Программа может только дать сигнал — это подозрительно.

Ответственность за манипулирование хоть и снижена, она все равно остается существенной, отдавать это на откуп какой-то системе, пусть даже она мудрая и хорошая, неправильно, важно проводить расследования.

А. Т.: Редко кому в мире это удается делать с необходимой эффективностью. Это тема не только выявления, но и доказывания. Можно выявить и с высокой степенью вероятности быть уверенным, что ты столкнулся со случаем манипулирования, но проблема регуляторов всего мира — еще и доказать это для привлечения к административной и уголовной ответственности. С учетом всех этих обстоятельств, регуляторам приходится оценивать правоприменi-

тельные перспективы — как с точки зрения возможности доказывания, так и с точки зрения соотношения возможного наказания и причиненного правонарушением вреда. За рубежом в вину регулятору может быть поставлено, что он бездарно расходовал средства налогоплательщиков, расследуя незначительные правонарушения, понеся расходы, не сопоставимые с общественным вредом или без разумных перспектив привлечения к ответственности. Как результат — регуляторы расследуют далеко не все случаи даже высокой вероятности манипулирования и использования инсайда.

Е. К.: Манипулирование выглядит как нормальная рыночная практика, но на самом деле таковой не является. Когда шла работа над законом, очень много внимания уделялось тому, как разграничить обычную рыночную ситуацию, которая возникает в результате подвижности рынка, от случая манипулирования. Авторы закона постарались дать максимальную юридическую квалификацию, и все составы являются материальными, все являются умышленными, это очень важно.

Т. М.: Когда есть предусмотренное составом количество сделок, участников и последовательность действий, в этом случае у регулятора, даже если бы он хотел не признавать данные действия манипулированием, отсутствует некоторая свобода в этом.

Е. К.: Каждый случай манипулирования придется рассматривать матрично, через призму того, что одно и то же событие может вызвать гражданско-правовую ответственность, административную и уголовную. Административную ответственность будет нести юридическое лицо, если оно не совершило всех мер по противодействию, так написано в КоАП.

А. Т.: Гражданско-правовая — тоже сложная, несмотря на то, что все необходимые и общие правила в гражданском законодательстве содержатся. Большая

проблема здесь — вычисление убытков. Поэтому она представляется наименее вероятной из всех возможных видов ответственности, предусмотренных законом...

Т. Н.: …причем она должна следовать за доказанным событием. Сначала нужно доказать факт манипулирования, а впоследствии будут предъявлены и гражданско-правовые требования пострадавших от манипулирования.

А. Т.: Во всех случаях ответственности мы имеем дело с разными презумпциями и с разными подходами к вине, их удалось сблизить при подготовке закона, но не удалось объединить их до конца. Это остается серьезным вызовом для правоприменения. Справиться с этим было сложно, потому что общие правила административного, уголовного и гражданского законодательства очень различаются.

Уголовная ответственность — умысел физического лица требует доказывания, закон на стороне подозреваемого.

Административная ответственность зависит от того, кого к ней привлекают — представления о вине различны для юридических и физических лиц. Мы с этим уже сталкивались в практике ФСФР — можно ли за то, что признано правонарушением юридического лица, наказать его руководителя, например дисквалифицировать его, не доказывая дополнительно его вину, иными словами, то же ли самое с точки зрения привлечения к административной ответственности вина юридического лица и его руководителя.

Для физического лица привлечение к ответственности требует доказывания умысла, а для юридического лица — что у него имелась возможность для соблюдения правил и норм, но оно не сделало всего зависящего от него по их соблюдению.

Впрочем, и в том и в другом случае презюмируется невиновность. А вот есть, на мой взгляд, разновидность административной ответственности — приостановление действия или аннулирование лицензии. В этом случае презумпция вины — на юридическом лице. Закон о противодействии манипулированию и инсайду устанавливает особое правило — чтобы избежать ответственности, юридическое лицо должно доказать, что предприняло все необходимые меры для предотвращения этого правонарушения. С одной стороны, это важная оговорка, она позволяет избежать ответственности в случае действий сотрудника, несмотря на все усилия организации избежать этого, с другой стороны — презумпцию стоило бы поменять.

В гражданском праве — свои собственные представления о вине! Стоит заметить, что все это справедливо и для использования инсайдерской информации.

Е. К.: Это будет очень большим вызовом как для правоприменительной практики, так и для регулятора. У нас такой практики на сегодняшний момент нет. Более того, у нас по сравнению с нашими соседями по мировому сообществу нет изобилия времени для выработки такой практики.

Китайская стена для российского брокера

— Какие меры контроля должен принимать профучастник, чтобы не допустить инсайд?

А. Т.: Для брокеров, осуществляющих собственно брокерскую деятельность, то есть исполняющих поручения клиентов, ответственность за использование инсайдерской информации по закону связана с использованием такой информации, если она получена от клиентов. Кроме того, закон предусматривает ответственность за использование информации профессиональными участниками, «имеющими доступ» к инсайдерской информации, вероятно, для тех случаев, когда они играют роль финансовых консультантов или инвестиционных банков. И для каждого из этих случаев нужно найти набор мер, которые могли бы снизить вероятность совершения правонарушения.

Т. Н.: Построение системы противодействия неправомерного использования инсайдерской информации — это новелла для российского рынка, хотя существовал опыт по служебной информации.

Список инсайдеров существенно расширился. Не только эмитенты и профучастники подпадают под действие этого закона, но и консультанты. Все они должны иметь у себя систему противодействия использования инсайдерской информацией. Должен быть человек или подразделение, организовывающее работу с этой информацией и осуществляющее контроль.

При работе над стандартами НАУФОР мы столкнулись с неизвестными для российского рынка понятием «китайской стены», то есть когда искусственно ограничивается движение информации внутри одного юридического лица. Это как раз одна из мер, которые должны внедрить у себя профучастники. Это для нас тоже новелла, которая пока не подкреплена юридически.

А. Т.: Закон содержит общее определение понятия инсайдерской информации, но оно прямого действия не имеет, а предполагает разработку ФСФР перечня инсайдерской информации. Таким образом, правонарушение зависит от того, что Служба сочтет инсайдерской информацией и включит в сей нормативный акт. С точки зрения юридической определенности это важно, поскольку юридические риски применения абстрактного, оценочного определения очень высоки.

Таким образом, ключевым элементом регулирования сейчас является перечень инсайдерской информации, разрабатываемый ФСФР. Сейчас мы обсуждаем с ФСФР два вопроса. Первый — может ли быть инсайдерской информацией поручение клиента, как это предусмотрено проектом. Здесь, на мой взгляд, два варианта — вовсе нет или далеко

не всякое. Например, является ли поручение, значительное по объему с точки зрения объема рынка соответствующих финансовых инструментов, источником информации для брокера о том, что будет происходить с рынком в случае его исполнения? Является ли таким источником информации поручение от инсайдера? Что делать в режиме DMA, когда оценка поручения брокером сведена к минимуму? Это вызов.

Второй вызов связан с инвестиционной банковской деятельностью. Закон сконструирован так, что он не совсем учитывает специфику инвестбанковской деятельности и возможность представления в ходе роуд-шоу информации участникам этого процесса. За рубежом потенциальные клиенты — участники IPO, SPO — подписывают документы о том, что понимают, что часть информации может быть инсайдерской. В этом случае инвестиционный банк снимает часть ответственности за нарушение этими лицами запрета на использование ими инсайдерской информации. В нашем случае полной ясности на этот счет нет.

Е. К: Второй аспект инвестиционно-банковской деятельности — вопрос китайских стен — контроля движения информации внутри компании. Большинство крупных и не очень крупных игроков на рынке сочетают в одном юридическом лице несколько видов деятельности.

Давайте представим себе ситуацию: инвестбанковское подразделение обладает информацией о том, что банковское подразделение готовит крупную сделку. А ценные бумаги данного эмитента активно торгуются на бирже. Что делать? Сообщить немедленно в трейдинг о том, что нужно прекратить операции с ценными бумагами этой компании — значит уже передать некую инсайдерскую информацию. Концепция китайских стен говорит, что эта информация не должна попадать в трейдинг и в аналитику.

— Что, для разных подразделений разные курилки и столовые?

Е. К.: Ну это слишком. А в общем, да: закрытые двери, спрятанные документы, ограниченный доступ.

Т. М.: Закон не дает юридической поддержки этой конструкции. Нет гарантии, что если вы примените у себя такую конструкцию и построите стены, то это освободит вас от ответственности. И это проблема.

Е. К.: Признáет ли регулятор эти ограничения внутри организации?

— Это значит, что нужно разделить на разные компании трейдинг и инвестбизнес?

Т. М.: Нет, это невозможно и нецелесообразно.

А. Т.: Скажем так, для того чтобы не превратить свой бизнес в абсурд, вы можете сделать не очень много. Вы не можете исключить вовсе риск передачи инсайдерской информации. Люди встречаются, общаются за пределами офиса или, если даже вы построили «китайские стены», то проникают через них. Тем не менее регулятор вправе ожидать, что профучастник сделает все разумное для того, чтобы минимизировать риск правонарушения. Вот и задача — найти необходимый и достаточный набор мер для этого. Помните положение закона? Юридическое лицо должно иметь возможность доказать, что оно сделало все для того, чтобы соблюсти правила закона, и сделало все возможное, чтобы избежать нарушения.

Т. М.: Если при этом правонарушение все-таки произошло, регулятор будет наказывать то конкретное лицо, которое нарушило, несмотря на ограничения, а не компанию.

Т. Н.: В компании есть одна очень сложная позиция — генерального директора, потому что по нашему законодательству это единственная персона, которая выступает от имени юридического лица. С юридической точки зрения он и есть главный инсайдер.

Т. М.: И какие бы китайские стены вы ни ставили, голова гендиректора возвышается над всеми стенами.

Т. Н.: Хотелось бы, чтобы регулятор признал человека, который стоит над стеной. И если генеральный директор обладает информацией от консультационного и трейдингового подразделений, что логично для руководителя, это не влечет презумпции виновности.

— Что значит признал?

Т. М.: Признал тот факт, что он тоже может не владеть той информацией, в отношении которой поставлены заслоны. То есть если инвестбанковское подразделение владеет информацией и не передает ее аналитическому подразделению, то это значит, что информация не доступна и генеральному директору. Закон должен признавать, что такое возможно.

Д. Г.: Здесь много регламентаций, процедур, в том числе на основе записи переговоров, электронной почты.

Т. М.: Невозможно же записывать переговоры в лифтах и в столовых.

Д. Г.: Почему? Есть множество специализирующихся на этом компаний, та же «Актимайз», которая делала для нас систему мониторинга. На Западе это все активно и давно используется, записывается все, накапливается информация, и в случае разбирательств это все предъявляется и изучается.

Т. Н.: Я имел в виду следующее: генеральный директор подписывает консультационный договор с эмитентом, то есть он уже становится инсайдером. Не в деталях, конечно, но он уже знает, что его компания будет осуществлять какие-то мероприятия с ценными бумагами, либо в отношении какого-то эмитента.

С другой стороны, он же должен иметь информацию о том, что трейдерское подразделение осуществляет операции с ценными бумагами. Следовательно, если идет торговля этими ценными бумагами, то генеральный директор становится потенциальным инсайдером. На мой взгляд, необходимо идти с обратной стороны, как это у наших зарубежных коллег. То есть если никаких всплесков активности в трейдерском подразделении не выявлено по сравнению с предыдущими периодами, то есть она не снизились и не повысилась в связи с тем, что был заключен договор, следовательно, генеральный директор добросовестно исполняет свои обязанности.

Д. Г.: Может, что-то доверить другому менеджеру — подписание каких-то договоров.

Э. Э.: Есть еще главный бухгалтер, который подпишет этот договор... Надо еще подумать о том несчастном человеке, который будет сидеть на «китайской стене» и следить за тем, чтобы не нарушали закон — он же потенциально кладезь всей инсайдерской информации…

Д. Г.: Знаете, в директиве ЕС от 2003 года, которая очень похожа на наш закон, прямо рекомендовано построение «китайских стен».

А. Т.: Возвращаясь к беспокойству Тимура, все равно механизмы выявления правонарушений связаны с выявлением неестественных движений рынка.

Д. Г.: Конечно, все обращают внимание на какой-то всплеск перед движением рынка в противоположную сторону, это сразу освещается СМИ, инвесторы обращаются к регулятору с жалобами, приходят сообщения от профучастников и бирж о нестандартных сделках.

— ФСФР будет рекомендовать строить китайские стены?

Д. Г.: Пусть это все-таки саморегулируемые организации порекомендуют. ФСФР — орган правительственный и оперирует законодательными терминами, «китайские стены» — это пока еще достаточно специализированный термин, не совсем изученный нами опыт зарубежных коллег. Мы же больше оперируем термином «конфликт интересов».

Т. М.: Дело не в термине, а в процедурах, которые за ним стоят.

Д. Г.: Вполне возможно, что какие-то информационные письма, рекомендующие использовать те или иные наработанные практики, могут появиться. Мне кажется, что здесь инициатива скорее должна исходить со стороны профсообщества. А в последующем эту практику можно было бы закрепить в нормативном акте.

А. Т.: Я согласен, и это должно быть в стандартах НАУФОР. Однако, мне кажется, что это все равно будет оценочной категорией. И ФСФР будет исследовать, хороша ли была китайская стена — достаточно ли она была толстой, были ли в ней дыры, до какого места она тянется, например, должна ли она пересекать desk? Это все равно придется доказывать на практике.

Е. К.: Давайте попробуем задать вопрос регулятору таким образом: готов ли регулятор посчитать действенной и эффективной, а значит, достаточной мерой контроль над распространением и доступом к инсайдерской информации, режим которого будет различным для сотрудников различных подразделений?

Т. М.: Это глобальный вопрос, потому что если смотреть на нормативные акты ФСФР, регулирующие иные отношения, то видно, что регулятор не признает существование такой концепции, как китайские стены. Например, если у тебя две лицензии, ты брокер и управляющий, то ФСФР запрещает делать сделку между твоим клиентом по брокерской деятельности и твоим клиентом по деятельности УК. ФСФР объясняет это опасением, что будет конфликт интересов и сделка будет реализована в ущерб одного из клиентов, но в интересах другого. Если бы были «китайские стены», то такй запрет был бы не нужен.

Э. Э.: Я не думаю, что это про китайские стены. Мне нравится статья первая закона, которая говорит о свободном и справедливом ценообразовании, я думаю, это тот ориентир, которого мы должны держать, в том числе, когда думаем о том, что такое неправомерное использование инсайдерской информации, что есть доступ к инсайдерской информации, чтобы соответствовать духу закона.

Я не поверю, что законодатель имел в виду тотальный запрет на совершение сделок. Например, если гипотетически Credit Suisse и «Тройка Диалог» работают над слиянием последней со Сбербанком, то они станут инсайдерами в отношении ценных бумаг Сбербанка, а то и всего банковского сектора. И если очень буквально воспринимать закон, то получится, что в этой ситуации несколько крупных участников рынка просто должны выпасть из него, что вряд ли поспособствует справедливому и свободному ценообразованию на рынке.

Скорее всего, законодатель и регулятор не это имели в виду. Скорее всего, нам придется в наших стандартах НАУФОР сказать — кто на публичной стороне, кто из наших сотрудников может получать инсайдерскую информацию по роду своих занятий, что можно сделать, чтобы инсайдерская информация не поразила все юридическое лицо, и все это прекрасно впишется в концепцию свободного и справедливого ценообразования.

Е. К.: Вспоминаются мучения, когда писали нормативные акты об инвестфондах, где было записано, что в состав имущества ПИФа нельзя включать ценные бумаги аффилированных лиц управляющей компании. Первыми закричали управляющие компании «Газпромбанка» и РАО ЕЭС. После чего в срочном порядке внесли изменение — «за исключением тех ценных бумаг, которые торгуются на бирже».

А. Т.: В этом смысле китайские стены — это один из более реалистичных, более гибких и более сложных регулятивных приемов. Я видел бы мало смысла, если бы НАУФОР разрабатывала стандарты противодействия использованию инсайдерской информации и не предусмотрела бы мер, которые включат в себя то, что мы называем созданием китайских стен. И это должно быть рецептом, на который впоследствии профессиональные участники смогут ссылаться для того, что минимизировать риски и даже в спорах с ФСФР. Ссылаться на стандарт как на согласованные ФСФР (а стандарты согласуются с ФСФР) меры, необходимые для того, чтобы избежать нарушений.

— Когда НАУФОР примет стандарты по инсайду?

Е. К.: Мы разделили инсайд и манипулирование, потому что это два разных правонарушения и требуют они аккуратного и корректного подхода, не всегда одинакового.

Т. М.: Проект стандарта по манипулированию уже есть на сайте НАУФОР, а стандарт по предотвращению использования инсайдерской информации находится в высокой степени готовности. Мы ждем перечень инсайдерской информации от ФСФР.

А. Т.: По правде сказать, трудно ожидать, что профессиональные участники рынка ценных бумаг были бы в состоянии соблюдать закон с 27 января (имея в виду, что ФСФР не подготовила соответствующие нормативные акты). Реальное применение закона сдвигается.

Т. М.: По сути, все, что могут сделать сейчас профучастники — это написать внутренние документы.

А. Т.: Нужно еще какое-то время, чтобы разработать технологические приемы по снижению вероятности совершения правонарушения. Особенно тяжело это в больших банках.

Т. Н.: Абсолютно согласен с Алексеем. Инвестиционные компании — это тысячи человек. И в них даже раздельные курительные комнаты и столовые не помогают, потому что существует единая система информационного пространства. Необходимо разделить инсайдеров, заблокировать зоны общего доступа в

информационной системе, чтобы люди с трейдинга не могли попасть на сервер, которым пользуются консультанты. Все это очень сложные технические и юридические процедуры.

Е. К.: Причем они сложны для всех участников рынка. На рынке оперируют и очень крупные игроки (ведущие российские компании, дочерние компании западных банков), и на нем же оперируют небольшие региональные компании.

Мы сейчас делаем большое дело — пытаемся сформировать практику на этом рынке. Она должна формироваться спокойно, взвешенно. И очень корректно.

Пьеса для механического пианино

— ФСФР России за 4 месяца работы системы мониторинга в тестовом режиме выявила уже более 700 сделок с подозрением на инсайд.

Д. Г.: В ФСФР установлена система мониторинга, которая генерирует сигналы по пяти моделям. Эти модели выдают каждый день определенное количество сигналов, в частности, модель инсайдерской торговли за это время сгенерировала порядка 800 сигналов. Всего было получено около 30 тысяч сигналов. В день получается более 300 сигналов, и это большое количество, которое не дает возможности полностью проработать их, учитывая недостаток кадров. В структуре ФСФР создан отдел по противодействию использованию инсайдерской информации и манипулированию, в нем пока четыре штатные единицы. В британской FSA порядка 4 тысяч сотрудников, из них около 400 расследуют сделки по манипулированию и инсайду.

Т. М.: А почему вы не можете настроить систему таким образом, чтобы она не выдавала холостых предупреждений?

Д. Г.: Мы сейчас это делаем в тестовом варианте, пока не хотим менять настройки, которые установила нам «Актимайз», исходя из своей богатой мировой практики.

Т. М.: Они раскрывают критерии настроек? Вы их знаете?

Д. Г.: В генерации алертов участвует много факторов, присваиваются соответствующие баллы, идет сортировка по ним.

А. Т.: Инсайд предполагает одновременный анализ информационных потоков, система это делает?

Д. Г.: Нет, надо пользоваться внешними по отношению к этой системе источниками.

А. Т.: Когда мы общались с FINRA (это американская СРО фондового рынка), то наши коллеги сказали, что самая большая проблема технологического поддержания такой системы заключается в том, что нужно содержать очень большую группу экспертов, которые постоянно корректируют данные, значимые для каждой отрасли, к которой принадлежат эмитенты. Технологически это возможно, но организационно с этим может справиться редкий регулятор в мире вообще.

— Давайте подведем итог. Закон об инсайде — это хорошо? Сделает ли это рынок более прозрачным или, наоборот, — забюрократизирует его?

Т. Н.: Все зависит от правоприменения. Юриспруденция — наука, зависимая от применения.

Е. К.: Я считаю, что появление закона — это хорошо. Закон написан не в самой плохой редакции, он пошел дальше предыдущих нормативных актов, в нем было отражено очень много комментариев участников рынка. Проделан большой объем работы. Но на всех участников рынка закон налагает обязанности по дальнейшему совершенствованию и собственно законодательства, и правоприменительной практики.

Э. Э.: Согласна с коллегами, я рада, что закон есть и что он хотя бы в некоторой своей части более или менее работает.

Д. Г.: Это безусловное достижение, учитывая большой срок его подготовки — десять лет.

А. Т.: Я думаю, что закон о противодействии инсайду и манипулированию должен быть частью регулятивной системы любого финансового рынка, претендующего на глобальную роль. Без такого законодательства рынок воспринимается как инсайдерский и манипулятивный. На этапе подготовки этого закона НАУФОР решила многие задачи, которые ставила. В результате совместных усилий ФСФР и индустрии этот закон вполне соответствует уровню правоприменительной системы и выполнит свое предназначение в течение ближайших десяти лет. ◻

Виктор Коновалов
заместитель директора «Интерфакс-ЦЭА»

Месяц в плюсе

Рынок акций РФ в начале 2011 года оказался в тройке лидеров среди emerging markets

Прошедший месяц выдался непростым для фондовых рынков развивающихся стран, большинство из которых продемонстрировали отрицательную динамику, чему способствовали такие негативные факторы, как опасения роста процентных ставок в Китае и других странах для борьбы с инфляцией, а также нестабильность в ряде арабских государств, в частности в Тунисе и Египте.

Пик роста рынка пришелся на первую половину дня 18 января, когда индекс РТС локально превысил отметку 1920 пунктов, а индекс ММВБ вплотную приблизился к уровню 1790 пунктов.

Российский рынок акций смог завершить месяц в плюсе, продемонстрировав тем самым лучшую динамику из стран БРИК.

Российский индекс S&P/IFCI, рассчитываемый агентством Standard & Poor's, в январе вырос на 3,25%, войдя в тройку лидеров. При этом китайский индекс снизился за месяц на 0,05%, а фондовые индексы Бразилии и Индии упали на 4,26 и 12,76%, соответственно. Аутсайдером месяца стал фондовый рынок Египта, потерявший по индексу S&P/IFCI почти 20%. Вместе с тем в лидерах роста оказался ряд европейских развивающихся стран, активно восстанавливающихся после значительного падения в конце прошлого года, в частности индекс Венгрии вырос в январе на 11,8%, Чехии — на 8,6%.

Ударное начало

Торговый год российский рынок акций начинал с обновления индексами РТС и ММВБ максимумов с лета 2008 года на фоне подорожавшей нефти из-за аварии на трубопроводе на Аляске и успешного размещения гособлигаций проблемными европейскими странами — Португалией, Испанией и Италией, что снизило риски долгового кризиса в еврозоне.

Поддержку рынкам оказала также неплохая статистика из США: индекс деловой активности в сфере услуг в декабре увеличивался 12-й месяц подряд и достиг максимума с мая 2006 года. Аналогичный показатель для производственного сектора рос 17-й месяц подряд. Уровень безработицы в декабре упал до 9,4 с 9,8% месяцем ранее, а число рабочих мест в экономике США выросло на 103 тыс.

На руку игрокам на повышение были и корпоративные новости, в частности 17 января локомотивом подъема на рынке выступили бумаги «Роснефти» на новостях о заключении соглашения с BP о стратегическом сотрудничестве, в рамках которого произойдет обмен акциями («Роснефть»

В этой статье:

Политичекий и экономический фон движения рынка.

Всемирный экономический форум в Давосе

Российские акции в январе.

получит 5% голосующих акций BP в обмен на 9,5% своих акций). При этом обе компании берут на себя обязательство не продавать полученные в результате обмена акции в течение двух лет с момента совершения сделки.

Обыкновенные акции «Ростелекома» на ФБ ММВБ взлетели до уровней конца ноября 2009 года на новостях о появлении интереса крупных инвесторов к акциям объединенной компании. В частности, интерес к бумагам создаваемой объединенной компании проявили «Сургутнефтегаз» и «Северсталь», которые предложили обменять на них свои пакеты из 10% акций "Национальных телекоммуникаций".

В свою очередь акции «Норильского никеля» вплотную приблизились к своим историческим максимумам (чуть выше уровня 7700 рублей) на ожиданиях выкупа компанией до 6,2% своих акций по цене 252 доллара за штуку (заявки на продажу акционеры могли подавать до 21 января). Также позитивом для акций ГМК стало повышение Deutsche Bank их прогнозной стоимости с 230 до 300 долларов за штуку.

Пик роста рынка пришелся на первую половину дня 18 января, когда индекс РТС локально превысил отметку 1920 пунктов, а индекс ММВБ вплотную приблизился к уровню 1790 пунктов. Однако после этого ралли прервалось из-за слабой статистики из США — инвесторов разочаровал отчет Citigroup за IV квартал, что стало сигналом для фиксации прибыли (чистая прибыль Citigroup составила всего 4 цента на акцию при прогнозе 7 центов). Индекс производственной активности Нью-Йорка Empire Manufacturing в январе вырос меньше ожиданий — до 11,92 пункта при прогнозах роста до 12,5 пункта с декабрьского уровня 10,57 пункта.

Тем не менее по итогам прошедшего месяца индекс РТС вырос на 5,65% — до 1870,31 пункта, а индекс ММВБ прибавил в январе 2,1%, поднявшись до 1723,42 пункта.

Заседание ФРС и события в Египте

Сдерживали рост отечественного фондового рынка и такие факторы, как опасения относительно замедления темпов экономического роста в Китае и признаки замедления экономики в США. При этом Китай объявил о повышении с 20 января резервных требований для банков на 50 базисных пунктов для ограничения ликвидности после того, как валютные резервы страны в прошлом квартале подскочили до рекорда, а объемы кредитования превысили цель на 2010 год.

Вдобавок в США вышли слабые декабрьские статданные о розничных продажах (рост составил 0,6% при прогнозах 0,8%), которые оказали негативное влияние на настроения инвесторов. Не впечатлили инвесторов и отчеты банков Goldman Sachs и Wells Fargo, а также статистика по новостройкам — число новостроек в США в декабре упало на 4,3% (до 529 тыс. домов в годовом исчислении) при прогнозах снижения всего на 0,9%.

В конце месяца рынок акций РФ двигался в боковике — попытки роста сдерживались коррекцией на мировых фондовых и сырьевых площадках, а также ожиданиями статистики о ВВП США в четвертом квартале 2010 года, в итоге не оправдавшей прогнозов (рост ВВП составил 3,2% при прогнозировавшемся росте на 3,5%).

Кроме того, на статистике из КНР и данных о росте запасов сырья в США рухнула нефть — стоимость смеси WTI откатилась ниже 90 долларов за баррель. Негативно на динамике цен «черного золота» сказались также заявления министра нефти Саудовской Аравии Али аль-Наими о том, что Организация стран-экспортеров нефти (ОПЕК) в этом году может увеличить поставки нефти в связи с ожидаемым ростом мирового спроса до докризисного уровня.

Заметную волну продаж на мировых рынках, в том числе и на российском рынке акций, вызвала дестабилизация ситуации в Египте, где активизировались народные волнения (ранее под давлением народного гнева произошла смена власти в Тунисе). Таким образом, казавшаяся стабильной модель консервации политики посредством правящей клановости дала сбой. Ранее казалось, что в таких странах люди очень терпимы и имеют большую склонность к подчинению фактически монархическим правлениям, но сейчас все это стало вызывать сомнение и, как следствие, напомнило инвесторам, что emerging markets все же подвержены таким политическим рискам.

Негативом для Европы стали данные о динамике ВВП Великобритании, кото-

В Давосе руководители крупнейших глобальных компаний, активно работающих в России, наперебой хвалили работу правительства по улучшению инвестиционного климата.

рый упал в четвертом квартале 2010 года на 0,5% при прогнозах роста на 0,5% (в годовом выражении прирост ВВП страны составил 1,7% при прогнозе 2,6%).

Между тем пессимизм инвесторов частично развеяли данные о доверии потребителей в США — индекс доверия Conference Board в январе вырос до 60,6 пункта (максимум за 8 месяцев) при прогнозах роста до 54 пункта с декабрьского уровня 52,5 пункта. Лучше ожиданий оказались и декабрьские данные о продажах новостроек: продажи выросли по сравнению с предыдущим месяцем на 17,5% (до 329 тыс. в годовом исчислении), что является рекордным ростом с 1992 года. В свою очередь индекс германского делового доверия Ifo вырос в январе до 110,3 пункта — это абсолютный максимум за всю 20-летнюю историю показателя для объединенной Германии, тогда как аналитики не ожидали изменений с декабрьского уровня 109,9 пункта.

Оптимизм инвесторов после итогов заседания ФРС США (Федрезерв сохранил объем выкупа госбумаг без изменений) сдерживался новостями о понижении агентством Standard & Poor's рейтинга Японии из-за существенного бюджетного дефицита, а также слабой статистикой из США (заказы на товары длительного пользования в декабре упали при прогнозах роста, а число заявок на пособие по безработице в США выросло сильнее прогнозов).

Вышедшие данные о ВВП США в четвертом квартале не оправдали ожиданий, однако реакция рынков была нейтральной, поскольку недостаточные темпы восстановления экономики сохраняют вероятность того, что ФРС не будет повышать процентные ставки и продолжит программу пополнения банковской системы денежной ликвидностью.

Лидерами роста курсовой стоимости среди ценных бумаг, прошедших листинг на ФБ ММВБ, в январе стали обыкновенные акции группы «Разгуляй» (+35,7%), «Акрона» (+21,2%), «ФСК ЕЭС» (+20,4%), «Челябинского трубопрокатного завода» (+19,1%), «Роснефти» (+16,5%) и «Челябинского цинкового завода» (+15,5%). В свою очередь в лидеры падения выбились акции «ОГК-3» (–11,8%), «МРСК Северо-Запада» (–11,6%), «Новолипецкого меткомбината» (–11,5%), «МРСК Юга» (–11%), «Полиметалла» (–10,3%) и «Иркутскэнерго» (–9,7%).

Россия в Давосе

Сессию Всемирного экономического форума в Давосе в 2010 году Россия не то чтобы проигнорировала, нет. Даже в отсутствие первых лиц государства состав у российской сборной подобрался достаточно представительный. Но все же спорить за внимание с делегациями, возглавляемыми лидерами своих стран, Россия объективно не могла. В итоге российская тема в прошлом году оказалась в тени европейской, китайской, индийской.

В этом году все было по-другому. Убеждать мировое бизнес-сообщество в том, что Россия всерьез пытается изменить свою экономику и сделать инвестиционный климат максимально дружелюбным, приехала уникальная по составу делегация во главе с Дмитрием Медведевым — он и открывал Давос-2011. Президентский визит из-за теракта в Москве оказался несколько урезанным и скомканным, но и после его отъезда уровень российского представительства в Давосе оставался высочайшим.

Главная идея, которую Россия привезла в Давос: мы меняемся к лучшему, готовы создавать условия для инвесторов и ждем их у себя. Решимость властей пока иллюстрируют в основном сделки с участием крупнейших транснациональных компаний, которые в случае необходимости могут рассказать о своих проблемах на самом верху и защитить бизнес от воздействия местной специфики. И это уже немало, но все же в целом инвестиционный климат в

России остается не слишком теплым. Это признают и крупные российские бизнесмены.

Коммуникативные задачи на форуме в отсутствие президента взял на себя первый вице-премьер РФ Игорь Шувалов, который встречался с инвесторами и был главным действующим лицом отдельной российской сессии. Если ему действительно удалось убедить не только российскую часть аудитории, это будет не менее важной победой — инвесторы голосуют хоть и не прямо со своих мест в зале, зато деньгами.

«I love my country» — такой не совсем типичной для топ-чиновника фразой И. Шувалов сопроводил свой рассказ о перспективах России. По мнению Германа Грефа, такая пассионарность инвесторов нисколько не смущает, а наоборот, только убеждает в серьезности намерений правительства добиться чего-то по-настоящему серьезного.

Руководители крупнейших глобальных компаний, активно работающих в России, наперебой хвалили работу правительства по улучшению инвестиционного климата. Глава PepsiCo Индра Нуйи до сих пор потрясена тем, как быстро российское правительство и лично Владимир Путин согласовали историческую сделку по покупке «Вимм-Билль-Данна».

«У вас беспрецедентный доступ инвесторов к правительственным чиновникам. Трудно поверить, но во время приобретения «Вимм-Билль-Данна» я обратилась с просьбой к российскому правительству с тем, чтобы получить аудиенцию у премьер-министра Путина, и нам в течение нескольких часов предоставили такую возможность», — заявила глава PepsiCo. «Мы чувствуем себя русскими в России», — сказала она. «Мы чувствуем сильную поддержку со стороны российского правительства», вторил ей президент Alstom Патрик Крон.

А вот Билл Браудер, глава инвесткомпании Hermitage Capital, некогда одного из крупнейших игроков российского

Рисунок 1. **Динамика котировок нефти Urals c.i.f. Средиземноморье**

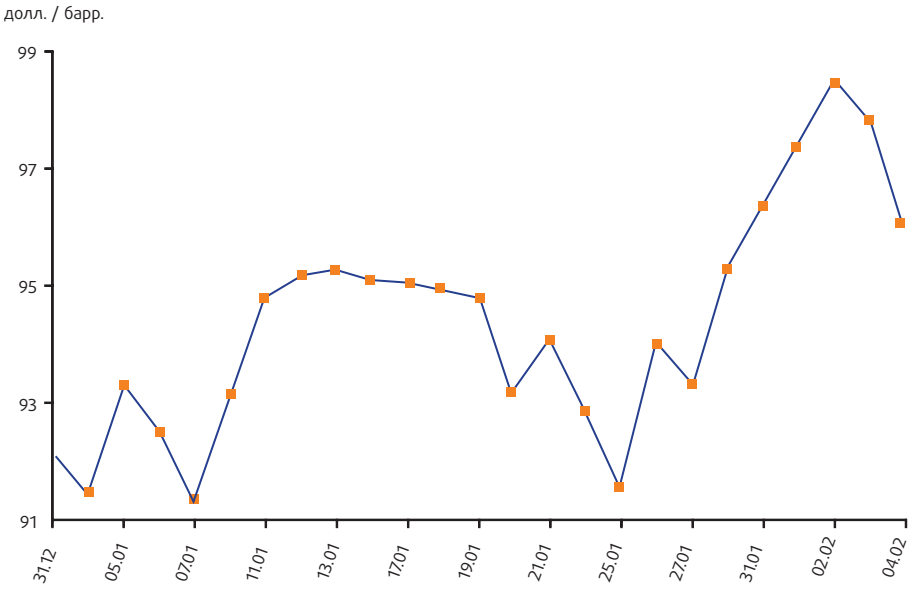
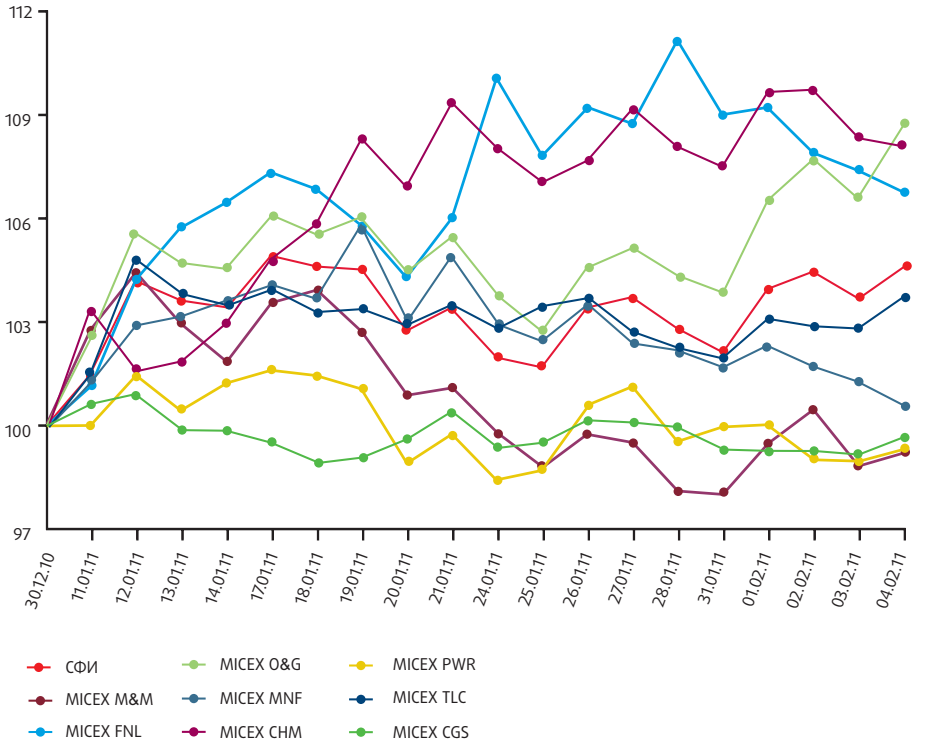


Рисунок 2. **Динамика сводного и отраслевых фондовых индексов ММВБ**



Источник: ММВБ.

фондового рынка, уже несколько лет не имеет доступа не только к правительственным чиновникам, но и в страну вообще. Поэтому никак не мог упустить редкой возможности напрямую обратиться к российским властям. Его вопрос-выступление на российской сессии прозвучало диссонансом на общем светлом фоне.

«Я крупный инвестор, 4,5 млрд долларов инвестировал в России, столкнулся с коррупцией, пожаловался — и как результат этого меня выгнали из страны, а моя виза была аннулирована», рассказал собравшимся в зале бизнесмен. По его словам, после этого правоохранительные органы «совершили налет» на представительство компании и «захватили корпоративные документы». «Один из наших юристов (Сергей Магнитский) был арестован, подвергнут пыткам и убит. Что происходит в России?», спросил глава Hermitage Capital у И. Шувалова.

В своем ответе первый вице-премьер сосредоточился только на финальном аккорде злоключений Hermitage в России — смерти С. Магнитского. «Мы знаем очень хорошо об этом деле», заявил И. Шувалов. По его словам, 20 человек были уволены немедленно после смерти юриста. «Это было громкое дело, президент лично принимал участие в этом вопросе, чтобы попытаться найти истину», заявил первый вице-премьер. Он порекомендовал Б. Браудеру сконцентрировать внимание на позитивных тенденциях, которые есть в России, и вообще — смотреть не в прошлое, а в будущее. ◻

Стандарт с учетом compliance

Национальная ассоциация участников фондового рынка дополнила стандарты противодействия манипулированию (утвержденные Правовым комитетом НАУФОР) предложениями compliance-специалистов, представленных на рабочей группе НАУФОР по внутреннему контролю.

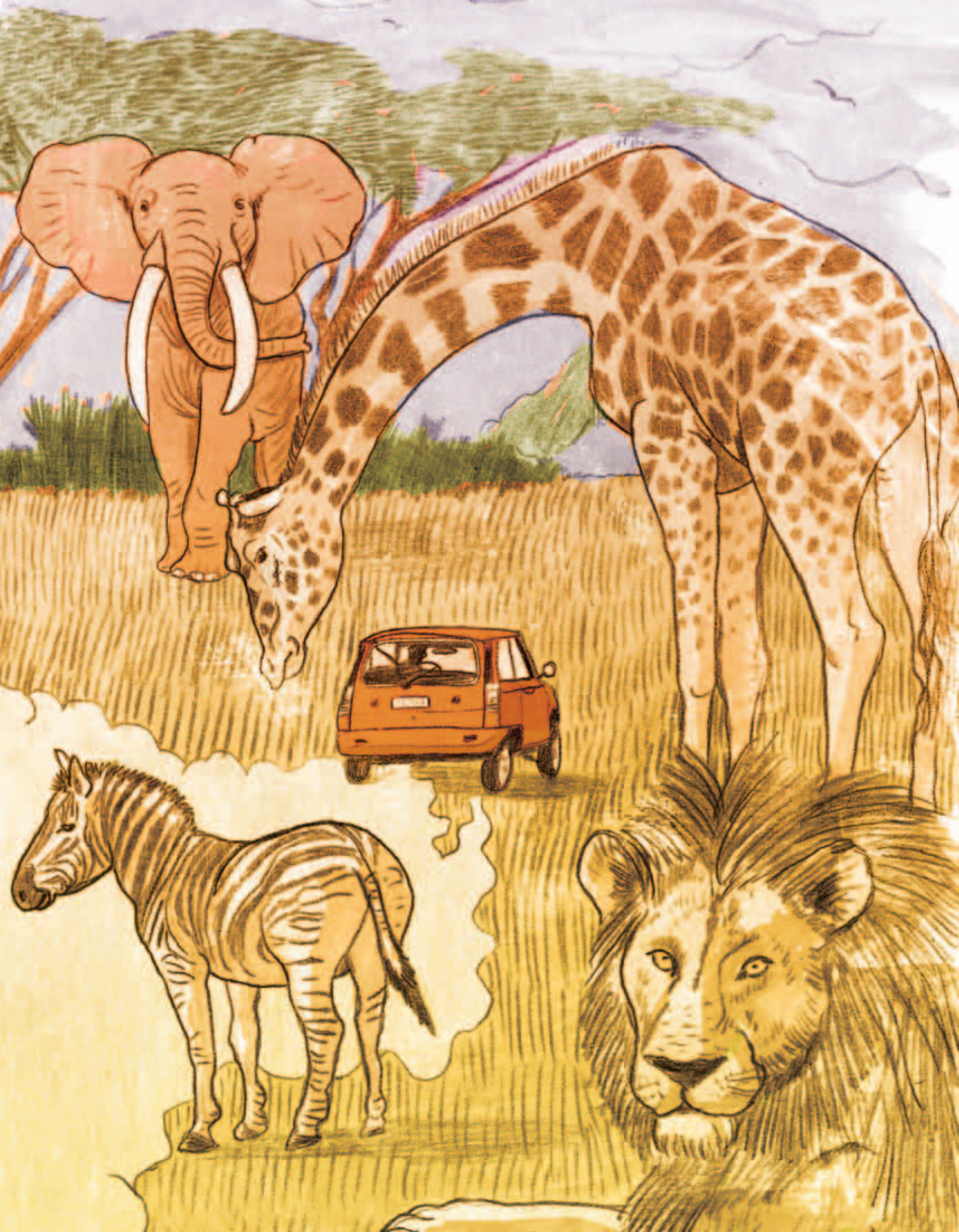
Стандарт «По предотвращению, выявлению и пресечению манипулирования рынком» разработан НАУФОР для правильной реализации членами ассоциации требований Федерального закона «О противодействии неправомерному использованию инсайда и манипулированию рынком» (№ 224-ФЗ от 27 июля 2010 года). Закон вступил в силу с 27 января 2011 года.

В частности, в стандарте уточнен перечень мер, который профессиональный участник должен предпринять для недопущения манипулирования, а также уточнены права и обязанности специального должностного лица, которое в соответствии с требованиями нового закона должно быть назначено в компании для соблюдения законодательства о противодействии манипулированию. Стандарт размещен на сайте НАУФОР в качестве рекомендательного документа для исполнения компаниями требований нового законодательства о противодействии инсайдерской информации и манипулированию.

В документе подробно описаны действия, относящиеся и не относящиеся к манипулированию, содержится перечень мер, исполнение которых позволит профессиональному участнику создать эффективную защиту от манипулирования в соответствии с новым законодательством.

В настоящее время в российском законодательстве действует мера по наложению уголовной ответственности за манипулирование на финансовом рынке. Закон об инсайде вводит также уголовную ответственность за неправомерное использование инсайдерской информации, но предусматривает трехлетнюю отсрочку введения такой ответственности, в том числе по настоянию НАУФОР, которая принимала активное участие в подготовке поправок к закону.

Как сообщалось ранее, НАУФОР также подготовила для своих членов проект стандартов по противодействию инсайдерской информации, работа над которым в настоящее время продолжается. Одним из пунктов обсуждения является вопрос регулирования потоков информации внутри компании. Планируется, что документ будет полностью готов к моменту вступления в силу ст. 3 Закона об инсайде, в которой перечислены сведения, относящиеся к инсайдерской информации. ◻



Яков Миркин
д.э.н., проф., зав. отделом международных рынков капитала ИМЭМО РАН

Что случится, если произойдет

Удастся ли надолго привести мировые финансы к более сбалансированному состоянию — или же в пределах трех-четырех лет возможны новые рыночные шоки

2011 год может стать годом структурных изменений в мировых финансах и реализации маловероятных ранее сценариев. Впереди — дорога, полная приключений и рисков для финансовой системы России.

Финансовая динамика 2011 года будет определяться «холодным» (с низкими темпами и отступлениями) восстановлением экономики индустриальных стран (второй год после кризиса 2007–2009 годов). Темпы роста развивающихся стран снизятся, а сами развивающиеся рынки постепенно будут втянуты в процессы ребалансирования мировой экономики (с изменением «финансовой картины» мира). Эти процессы будут протекать на фоне осторожного возобновления финансовой глобализации, роста финансовой глубины (financial depth) и секьюритизации национальных хозяйств, увеличения их капитализации, замедленного, посткризисного ограничения разбалансированности и экстремальной волатильности глобальных финансов (при периодических вспышках системных рисков на отдельных сегментах финансовых рынков и в отдельных странах)[1].

В течение 2011 года ожидается высокая волатильность курса доллара США как мировой резервной валюты, вызывающая зеркальные колебания цен товарных и финансовых активов (в пределах 10–15% среднегодовых значений), усилится наметившийся в 2010 году переход к росту ставок процента центральных банков, вероятна коррекция цен на золото, достигших вековых максимумов, массовая спекуляция и высокие спреды на рынке государственных долговых обязательств (с постепенным сглаживанием рынков к концу года); продолжится повышательное давление на курсы азиатских валют (иена, юань и др.).

На этом фоне пройдут два-три периода ралли на рынках акций, перемежаемых движениями в «коридорах», с одним-двумя кратковременными рыночными шоками от внезапно проявленных системных рисков (страны с эксцессивным государственным

Наряду с долларом де-факто резервной валютой стал евро. Доля евро в глобальных финансах в 2000-е годы выросла до 25–30%. В будущем она стабилизируется в пределах 30–35%.

долгом, перегревы на развивающихся рынках, непроявленные риски системообразующих институтов, всплески волатильности в товарных и валютных деривативах). В движении мировых цен на нефть и металлы сохранятся широкие коридоры (до 25–30% среднегодовых значений).

Прогнозные ориентиры по акциям: развитые рынки — рост индексов на 5–20%, развивающиеся рынки — на 10–30% с очагами интенсивного роста — падения по отдельным странам в диапазоне от –10 до +40%. Возобновится осторожный рост долговой массы и рынка деривативов, «остуженных» в 2010 году, в том числе их международной составляющей.

Втягивание в рост, в повышательную финансовую динамику поддерживается предположительным вступлением мировой экономики в новый кондратьевский цикл, продолжающий 30-летние циклы XX века.

На 2010–2020-е годы будет приходиться повышательная стадия, экспоненциальный разогрев финансовых рынков с кризисным десятилетием в 2030-х. В эту динамику будет встроен цикл «усиление регулирования — либерализация» с возвращением к дерегулированию глобальных финансов в 2020-е годы.

Особенности 2011 года: стратегии выхода из кризиса 2007–2009 гг. (exit strategies), направленные на рост ликвидности, имеющие короткие временные горизонты, будут неизбежно наталкиваться на процессы фундаментального характера, связанные с реструктурированием глобальных финансов. Следствие — расширение множества сценариев на 2011 год, рост неопределенности прогноза. Указанные процессы:

- усиление разбалансированности, амплитуды колебаний глобальных финансов начиная с 1970-х годов (следствие демонетизации золота, полностью «бумажного мира» Ямайской валютной системы);
- переход к полицентричной международной валютной системе (с учетом возмущений, вносимых длинными циклами курсовой динамики доллара США, будущих коррекций конструкции евро (второй по значению резервной валюты), структурных изменений в мире азиатских валют);
- формирование мультиполярной мировой финансовой архитектуры;
- ребалансирование «двухполюсной модели» мировой экономики, преодоление дисбалансов в нормах накопления, в структуре спроса, урегулирование деформаций платежных балансов, диспаритетов валют, нормализация государственных финансов.

Нарастающая нестабильность глобальных финансов

В 2011–2013 годах мировая финансовая система должна пройти между Сциллойи Харибдой.

С одной стороны, стратегии выхода из кризиса 2007–2009 годов («exit strategies») должны обеспечить увеличение ликвидности, необходимой для оживления, и разогрев рынков, подающих инвестиции в экономику.

С другой стороны, при той степени разбалансированности, в которой находятся глобальные финансы, рост ликвидности ведет к немедленному возобновлению докризисной модели финансов, ориентированной на краткосрочные прибыли, к новым перегревам, дисбалансам, концентрациям системных рисков, рыночным шокам.

Глобальные финансы находятся в своеобразной «точке бифуркации», следуя циклам изменений в мировых валютных системах (как ядре глобальных финансов).

1910–1940-е годы — резкий рост волатильности мировых финансов (бумажноденежные военные финансы, «финансы индустриализации», проваленный золотослитковый стандарт).

Конец 1940–1960-х — «усмирение» волатильности (Бреттон-Вудская систе-

ма, привязка к золоту, золотовалютный стандарт).

1970– 2000-е — отрыв от золота, свободное движение валют относительно друг друга, полностью «бумажный мир», постепенное нарастание рисков, разбалансированности глобальных финансов. Экстремумы в ценах товарных и финансовых активов, в стоимости золота как особого товара, в доходности, в концентрации рисков, в масштабах колебаний всех финансовых переменных. Современные финансы как минное поле — с невыясненными до конца системными рисками, с неожиданными рыночными шоками.

2010–2012 годы — что дальше? «Точка бифуркации» — или погасить эксцессы волатильности, надолго привести глобальные финансы к более сбалансированному состоянию (мировая реформа финансового регулирования, реструктурирование глобальных финансов).

Или же в пределах 3–4 лет — новые рыночные шоки, нарушающие сценарии послекризисного восстановления глобальных финансов, грозящие новым кризисом.

Сбить волатильность — значит усилить регулятивный пресс, увеличить финансовые резервы в борьбе с проциклицностью, ограничить расходы бюджетов, притормозить рост ликвидности, увеличить процент, укрепить доллар США как мировую резервную валюту (следствие — давление вниз на мировые цены товарных и финансовых активов).

Все эти меры ограничивают экономический рост, конфликтуют со «стратегиями выхода» (exit strategies), «разогревом» глобальных финансов, свойственным экономическому оживлению. Они будут, по мере их реализации, жестко влиять на финансовую конъюнктуру 2011 года, охлаждать ее.

Еще один выбор — реструктурировать мировую денежную систему (дискуссии в G-20 о новой привязке к золоту, о мировой коллективной валюте и т.п.) с неопределенными последствиями для мировой финансовой динамики. Шансы на конкретные решения — минимальные.

Переход к полицентричной международной валютной системе

Внутригодовая динамика глобальных финансов формируется не только краткосрочными факторами, но и долговременной тенденцией снижения доли доллара США как мировой резервной валюты.

2011 год может отклониться от этой тенденции. Впереди — циклическое укрепление курса доллара, затем длинный спад, как это было в прошлом (15-20-летние циклы в 1970-х — первой декаде 2000-х годов, понижательный склон — 2001–2009 годов). Перспективная ниша доллара в международном финансовом обороте — до 40–45% (сейчас — более 60%).

Укреплению доллара США в 2011 году могут способствовать периодические всплески системных рисков (подобно «европейскому долговому кризису 2010 года» с уходом в доллар как резервный актив) и интерес представительной группы стран к выходу из кризиса, к стимулированию роста и экспорта за счет снижения курсов своих валют (риски «валютной войны»).

При этом США приходится решать конфликтующие между собой задачи: сохранение позиций доллара США как мировой резервной валюты, как средства накопления, предупреждение нового перегрева мировых финансовых рынков (требует усиления доллара) и сокращение дефицита торгового баланса США, рост экспорта (требует его ослабления, по крайней мере, по отношению к азиатским валютам).

В этой связи в 2011 году курс доллара США будет демонстрировать усиленную волатильность вокруг среднегодовых значений.

Наряду с долларом де-факто резервной валютой стал евро. Доля евро в глобальных финансах выросла в 2000-х до 25–30%. В будущем она стабилизируется в пределах 30–35%. В 2011 году может произойти сокращение доли евро в связи с продолжением «европейского долгового кризиса» 2010 года и необходимостью коррекции конструкции евро. Модель «дуумвирата» в управлении финансами в зоне евро (централизация эмиссии, децентрализация бюджетов при слабой фискальной дисциплине) создает возможность дефолтов отдельных стран по обязательствам, номинированным в евро, при невозможности покрыть их эмиссией и девальвацией национальной валюты. Кумулятивный эффект (риски дефолтов группы стран, если бы они реализовались) может создать угрозу самому существованию евро.

Еще одна тенденция, воздействующая на конъюнктуру 2011 года, — усиление азиатских валют, идущее по двум направлениям. Во-первых, укрепление по отношению к доллару США и, как следствие, ребалансирование экономик, выравнивание торговых балансов. Во-вторых, в течение 10–15 лет может появиться третья резервная валюта (коллективная валюта, основанная на резервном пуле азиатских стран, или юань (в меру динамики, рыночности и экспортной способности Китая), или иена, вернувшаяся к своей роли 1970-х годов). Ее ниша в глобальных финансах — 10–15%.

Формирование мультиполярной мировой финансовой архитектуры

В перспективе центростремительные тенденции в мировых финансах (интеграция рынков, консолидация финансовых и инфраструктурных институтов, развитие глобальных инвесторов и эмитентов, сверхконцентрация капитала, финансовых активов и потоков в узкой группе стран, центральная роль англо-саксонской модели (Нью-Йорк + Лондон +офшоры)) будут сочетаться с центробежными тенденциями

(рост веса региональных финансовых центров (Азия, Латинская Америка), формирование мультиполярной, трехуровневой архитектуры мировой финансовой системы с 4–5 региональными кластерами на промежуточном уровне (группами стран с относительно замкнутым экономическим и финансовым оборотом), усиление роли моделей финансирования экономики, альтернативных англосаксонской, основанных на концентрированной собственности и высокой роли государства (континентальная, «bank-based», исламские финансы и т.п.). Будет расширено наднациональное финансовое регулирование. Сформируется трехуровневая система стабилизации финансовых систем (МВФ — региональные стабилизационные фонды — центральные банки).

Эти фундаментальные процессы пробивают себе дорогу ежегодно. Происходящее каждый год увеличение доли развивающихся стран, прежде всего Китая, в мировой экономике не может не вызывать смещения финансовых потоков в эту группу стран.

В 2011 году, даже при сокращении разрыва в темпах роста между индустриальным и развивающимся мирами, если оно произойдет, будет сделан следующий шаг к увеличению веса развивающихся стран и их денежных центров в глобальных финансах.

Ребалансирование «двухполюсной модели» мировой экономики

На одном полюсе мировой экономики находятся США и большинство индустриальных стран. Группа этих стран характеризуется торговым дефицитом, низкой нормой накоплений, потреблением населения и государства в значимой степени в долг; они выступают как двигатель мировой экономики, центры эмиссии мировых валют, возврата экспортных доходов из развивающихся стран, обеспечивающего рост потребления. На другом полюсе — Китай и другие страны-экспортеры развивающегося мира (торговые профициты, высокая норма накопления, низкий уровень потребления, возврат экспортных доходов для покрытия долгов индустриальных стран).

Ребалансирование для индустриальных экономик — рост нормы накопления, снижение потребления домашних хозяйств, оздоровление государственных финансов, нормализация торговых балансов. Для развивающихся экономик, ориентированных на экспорт, — рост внутреннего спроса и потребления, частичная переориентация реального сектора на покрытие внутреннего спроса, снижение торговых профицитов, ослабление финансового протекционизма, сокращение международных резервов.

Для глобальных финансов это означает (в той мере, в какой длительные тенденции будут превращаться в краткосрочные финансовые динамики) глубокое перераспределение финансовых потоков, в известной мере ослабление глобализации финансов, переход на более низкий уровень взаимозависимости финансовых систем индустриальных и развивающихся стран.

Резюме прогноза

Динамика глобальных финансов в 2011 году будет определяться краткосрочной тенденцией к циклическому оживлению мировой экономики и «разогреву» финансов (в ритме «ралли» — «шок, коридор» — «ралли», при большой амплитуде колебаний и постепенном очищении финансовой сферы от проблемных, токсичных и т.п. активов, оздоровлении государственных финансов).

Вместе с тем в 2011 году будут проявляться фундаментальные тенденции, действующие на длинных временных горизонтах, связанные с реструктурированием глобальных финансов, какими они сложились во второй половине XX века.

Их действие неоднозначно, наложение — конфликтно.

Следствие — высокая волатильность, мозаичность и эклектичность мировой финансовой системы в 2011 году. Возможность кризисных, шоковых, необычных ситуаций, связанных с разбалансированностью и реструктурированием глобальных финансов.

Поэтому 2011 год может стать годом дальнейшего сброса рисков, а не оживления, установления новых правил и точек отсчета в финансовых динамиках. В этом случае, как и в 2010 году, реальностью станут сценарии, которые казались бы маловероятными во времена, когда движение финансовых систем в большей мере определяется их инерционностью, а точность прогноза — способностью к экстраполяции. ◻

Будет происходить формирование мультиполярной, трехуровневой архитектуры мировой финансовой системы с четырьмя–пятью региональными кластерами на промежуточном уровне усиление роли моделей финансирования экономики, альтернативных англосаксонской, основанных на концентрированной собственности и высокой роли государства, исламские финансы и т. п.

[1] Сценарии реализации внеэкономических системных рисков, приводящих к финансовым шокам (военные конфликты), не рассматриваются.

Регулирование уточнилось

Президент РФ Дмитрий Медведев подписал указ о мерах по совершенствованию государственного регулирования в сфере финансового рынка

Сюжет о переформатировании регуляторов российского финансового рынка (ходили толки о присоединении то ли ФСФР к ФССН, то ли наоборот) получил завершение на очередном этапе своего развития: Президент РФ Дмитрий Медведев подписал указ о мерах по совершенствованию государственного регулирования в сфере финансового рынка. «Речь идет о присоединении Федеральной службы страхового надзора к Федеральной службе по финансовым рынкам с передачей Федеральной службе по финансовым рынкам функций присоединяемой Федеральной службы страхового надзора по контролю и надзору в сфере страховой деятельности», — сказал президент на совещании по созданию международного финансового центра.

Как сообщил глава государства, в сферу компетенции новой службы войдут определенные возможности, «включая функции по нормативно-правовому регулированию, контролю и надзору в сфере финансового рынка, за исключением банковской и аудиторской деятельности». Он также отметил, что правительство обязано обеспечить непрерывность работы, распределить нормативные правовые функции и внести в Государственную думу проект федерального закона о внесении изменений в соответствующие законодательные органы.

Единая служба, как сообщается, будет разделена внутри на два равнозначных блока, один из них будет контролировать профессиональных участников фондового рынка и другие финансовые институты, за исключением банков, другой — участников страхового рынка. Страховой регулятор сохранит за собой функции лицензирования, надзора за участниками рынка и получит возможность контроля над состоянием платежеспособности страховщиков. (До сих пор функция разработки нормативно-правовых актов для страховщиков и установление критериев платежеспособности для них осуществлялась Минфином РФ.)

Агентство «Интерфакс-АФИ» сообщает, что «для реализации процедуры присоединения отводится двухмесячный срок». В этот период обязанность руководителя службы, как предполагается, будет исполнять нынешний руководитель ФСФР Владимир Миловидов. Еще один указ — о персональных назначениях в связи с созданием мегарегулятора — может появиться в мае этого года.

При этом за ФСФР, в частности, может быть закреплена новая обязанность — функция надзора за применением международных стандартов финансовой отчетности. «Даже когда мы будем применять эти стандарты (МСФО) для компаний и юридических лиц, не выпускающих ценные бумаги, то на опыте других стран мы будем, скорее всего, за ФСФР закреплять функцию по проведению надзора за применением МСФО в Российской Федерации», — заявил вице-премьер — министр финансов Алексей Кудрин на совещании по созданию МФЦ. Вместе с тем он отметил, что введение МСФО не исключает того, что в России сохранятся национальные стандарты финансовой отчетности.

О важности в оптимальные сроки внедрить международные стандарты финансовой отчетности заявил Президент РФ Дмитрий Медведев. На совещании он отметил, что реализация этой идеи прямо зависит от решения двух задач. «Первая задача касается финансовой архитектуры МФЦ. В России должен быть центр, где представлены все основные виды финансовых инструментов. Необходимо в оптимальные сроки внедрить международные стандарты финансовой отчетности, как для эмитентов, так и для регулирующих и налоговых органов», — сказал президент.

Он выразил уверенность, что это позволит России лучше участвовать в формировании глобальной финансовой системы и приведет к большей открытости и предсказуемости экономики, а также улучшит «наш далеко не блестящий инвестиционный климат».

Речь о консолидации регулирования на финансовом рынке и усилении полномочий Федеральной службы велась достаточно долгое время. Одним из ее наиболее влиятельных и известных сторонников является экс-глава ФСФР, нынешний председатель совета директоров «МДМ-банка», председатель совета директоров НАУФОР Олег Вьюгин. Но г-н Вьюгин видел процесс консолидации регулирования на российском финансовом рынке несколько иначе, чем это происходит сейчас. Он говорил о целесообразности создания мегарегулятора, который соединял бы государственную функцию регулирования с саморегулированием, а также принимал решения на коллегиальной основе. ◻

Владимир Кузнецов
шеф-редактор журнала «Вестник НАУФОР»

Трансокеанские мосты

Консолидация крупнейших бирж предполагает максимальный охват территорий, а также предложения самого широкого спектра финансовых инструментов

В последнее время внимание широкой публики было привлечено к обсуждению ряда проектов, связанных с объединением бирж. Если до недавнего времени основные слияния в этой сфере происходили главным образом в рамках отдельных стран и Европейского союза, то в последний год они приобрели межконтинентальный характер.

Повышенный интерес не только финансистов, но и политиков и широкой общественности вызвало сообщение о предстоящем объединении NYSE Euronext Group и Deutsche Boerse.

Хронология этого процесса такова. В октябре прошлого года Сингапурская фондовая биржа (SGX) объявила о покупке Австралийской биржи ценных бумаг (ASX). В декабре австралийский регулятор (Australian Competition and Consumer Commission) заявил, что не имеет возражений против сделки. Однако переговоры между биржами оказались трудными, и 15 февраля 2011 года на сайте SGX появилось сообщение об изменениях в соглашении, усиливающих позиции австралийской стороны[1]. Дополнения сводятся к двум основным пунктам. Во-первых, в совете директоров будет по пять граждан Сингапура и Австралии и три директора, являющихся гражданами иных стран. Одним из членов совета директоров станет швед Magnus Böcker, исполнительный директор и CEO объединенной SGX-ASX (в настоящее время CEO SGX, до этого — президент NASDAQ OMX). Во-вторых, объединенная компания обязуется сохранять и поддерживать операционную деятельность, листинг активов и ключевой персонал в Австралии. Австралийское подразделение сохраняет определенную самостоятельность и гарантированную долю доходов для развития. Все эти изменения должны быть одобрены акционерами бирж.

В декабре 2010 года появилась также информация о том, что находящаяся в Канзасе торговая площадка BATS Global Markets ведет переговоры о покупке торговой системы Chi-X Europe, а 18 февраля текущего года на сайте BATS появилось сообщение об основных условиях сделки. Предполагается завершить ее во втором квартале 2011 года при получении необходимых разрешений от регуляторов. Джо Рэттермен, президент и CEO BATS Global Markets, заявил: «Эта сделка объединяет два успешных и инновационных рыночных центра и послужит повышению нашей конкурентоспособности в общеевропейском

трейдинге в условиях, когда происходит консолидация крупнейших бирж».

Наряду с описанными процессами идут также переговоры о слиянии London Stock Exchange и канадской Toronto Stock Exchange. Следует заметить, что в Канаде эта сделка нравится далеко не всем, так что сохраняется значительная оппозиция ей. Основной проблемой было и остается получение разрешения канадского правительства, которое в ряде случаев негативно оценивает проникновение иностранного капитала в крупные национальные компании. Так, в ноябре прошлого года оно блокировало поглощение крупнейшей канадской горнодобывающей компании Potash Corporation of Saskatchewan транснациональной корпорацией BHP Billiton как не соответствующее национальным интересам страны.

Наибольший же интерес не только в мире финансов, но и среди политиков и широкой общественности вызвало сообщение о предстоящем объединении NYSE Euronext Group и Deutsche Börse. И это не удивительно. Ведь если объединение состоится, то будет создана крупнейшая в мире биржевая компания, в составе которой окажется главный символ американского капитализма и финансового рынка — Нью-Йоркская фондовая биржа (NYSE). Следует заметить, что для Deutsche Börse объявленная сделка станет третьей попыткой слияния с другим крупным игроком. До переговоров с NYSE Euronext Group она дважды (в 2001 и 2006 годах) пыталась приобрести LSE, а в 2005 году делала оферту бирже Euronext.

Итак, часть проектов заявлена, а некоторые уже состоялись. Следует сказать, что во всей этой совокупности громких сделок нашли отражение некоторые новые и важные тенденции развития бирж, которые формировались в последние десятилетия.

Ab ovo

NYSE Euronext Group, как известно, создана относительно недавно. О подготовке сделки по объединению NYSE Group и биржи Euronext было объявлено в начале июня 2006 года, а завершилась она 4 апреля 2007 года. Оба участника были очень крупными. На тот период Нью-Йоркская фондовая биржа являлась самой большой в мире фондовой торговой площадкой, а Euronext представляла собой ведущую европейскую международную фондовую группу.
В том слиянии конкурентами в борьбе за Euronext были NYSE Group и фигурант планируемого ныне объединения Deutsche Börse, однако последняя быстро сошла с дистанции и уже в ноябре 2006 года отозвала свое предложение о покупке Euronext.

Как с гордостью сообщал тогда «Голос Америки»: «Слияние NYSE Group и Euronext N.V. ... — краеугольный камень глобального финансового рынка, объединивший крупнейшие торговые площадки Европы и Соединенных Штатов Америки, чья история продолжается более 400 лет».

Если посмотреть на структуру NYSE Euronext Group, то в ней можно увидеть отражение основных этапов развития фондового рынка. В ее со-

Условия слияния Deutsche Boerse и NYSE Euronext

Сделка по слиянию будет структурирована как объединение в новую холдинговую компанию, расположенную в Нидерландах и листингованную во Франкфурте, Нью-Йорке и Париже.

Акционеры Deutsche Börse обменяют свои акции на акции новой компании в отношении один к одному, а акционеры NYSE Euronext получат 0,47 акции новой компании за каждую из своих акций.

Таким образом в итоге акционеры Deutsche Börse будут располагать 60% акций новой компании, а 40% будет у инвесторов NYSE Euronext. Совет директоров объединенной группы будет включать 17 представителей Deutsche Börse и 6 NYSE Euronext, а также исполнительного директора и председателя совета директоров.

став входит Амстердамская биржа, которая своими корнями уходит к 1602 году. Тогда финансовый гений Нижних земель создал первое в мире публичное акционерное общество — Голландскую Ост-Индскую компанию, а компания, в свою очередь, учредила биржу для торговли своими акциями и облигациями, то есть первую в истории фондовую биржу. Вскоре после этого в Нидерландах были реализованы еще две финансовые инновации. Во-первых, в 1609 году создан Амстердамский банк (первый в мире центральный банк), выпускавший обеспеченные депозитами банкноты. И, во-вторых, появился торгуемый государственный долг. Последний оказался чрезвычайно востребованным инструментом, так что вскоре на Амстердамской бирже уже торговались облигации государственных займов не только Соединенных провинций, но также Англии и Португалии. Инструмент оказался не только популярным, но также и долговечным. Торговля суверенными долгами до сих пор остается одним из важнейших сегментов финансовых рынков.

Долгое время (около трех с половиной веков) фондовые биржи развивались главным образом экстенсивно. Пространство, охваченное новым видом торговой активности, расширялось в основном за счет создания все новых и новых торговых площадок, а также увеличения числа эмитентов. Сейчас на смену экстенсивной фазе, похоже, приходит интенсивная. Новые биржи продолжают создаваться и в наше время, но в последнее десятилетие все более заметна тенденция к слияниям и поглощениям этих финансовых учреждений.

Например, в 2000 году путем слияния бирж Амстердама, Брюсселя и Парижа образовалась компания Euronext. Едва возникнув, она тут же занялась собственным укрупнением — в декабре 2001 года приобрела для начала акции Лондонской международной биржи финансовых фьючерсов и опционов (London International Financial Futures and Options Exchange, LIFFE), основанной в 1982 году. Затем процессы укрупнения продолжились. В 2002 году в состав группы Euronext вошла Португальская фондовая биржа. В результате описанных процессов образовалась очень крупная биржевая структура. Накануне слияния с NYSE Group (на 31 января 2006 года) суммарная капитализация всех рынков под управлением Euronext составляла 2,9 трлн долларов США, что ставило ее на пятое место в мировом рэнкинге бирж.

Нью-Йоркская фондовая биржа тоже вступила на путь слияний, но это случилось еще позже. В начале марта 2006 года NYSE завершила слияние с электронной биржей Archipelago Holdings, и объединенная компания стала публичной корпорацией. Любопытно, что Archipelago Holdings в 2005 году поглотила Тихоокеанскую биржу (Pacific Exchange), которая первой в США прошла процесс демьючиализации, то есть совершила переход от торговой системы, которой владеют ее члены либо государство, к статусу публичной корпорации. Затем демьючиализация стала общим трендом.

Долгое время на финансовом рынке господствовал взгляд, согласно которому основной задачей биржи являлось обеспечение оптимального режима торгов. Однако с ростом размеров бизнеса все в большей степени стали возникать проблемы привлечения капитала, для чего, как хорошо известно, более всего подходит форма публичной корпорации. Переход практически всех бирж развитых стран к организационно-правовой форме публичной корпорации существенно ускорил процесс укрупнения бизнеса.

Но вернемся к сюжету о слияниях, произведенных Нью-Йоркской фондовой биржей. В итоге перечисленных сделок на 5 декабря 2007 года капитализация NYSE Group составляла 22,6 млрд долларов. Общая капитализация компаний, торгующихся на NYSE, к концу 2006 года составляла 26,5 трлн долларов.

Этот результат тоже трудно не назвать впечатляющим!

Почему?

Итак, биржевые слияния — это тенденция.

Какие же факторы ускоряют процессы концентрации биржевых площадок? Попробуем перечислить те из них, которые проявились в последних объявленных сделках по слиянию.

Распыленность рынка

Финансы являются одновременно и нервной, и кровеносной системой современной экономики. Костяк глобальных финансов образуют транснациональные корпорации разного типа — крупные международные банки и страховые компании, глобальные кастодианы и т.п. Биржи в этом ряду до последнего времени отсутствовали, хотя по своему характеру фондовый рынок уже давно является глобальным.

The Economist[2] отмечает, что биржевой бизнес остается удивительно неглобальным. Ценные бумаги и деривативы в общем и целом торгуются в устаревших «силосных башнях», каждая из которых имеет своего регулятора, свои законы и часы работы», и хотя практически существует возможность торговли всем и всегда, но полной ясности правил нет. Поэтому создание транснациональных корпораций, каждая из которых управляет целым рядом биржевых площадок и продвигает общие правила игры, выглядит вполне логичным. Например, в соглашении о слиянии Сингапурской и Австралийской бирж предусматривается, что для упрощения торговли финансовыми инструментами новая торговая площадка будет работать с регуляторами совместно.

Это сладкое слово дериватив

В 70-е годы прошлого века после краха Бреттон-Вудской системы деньги

окончательно утратили связь с золотом. В это время, как реакция, с одной стороны, на неустойчивость (можно назвать это динамической устойчивостью) финансовой системы, а с другой — на ее усложнение появляются и начинают активно распространяться финансовые деривативы. Бурное развитие данных инструментов повлекло за собой создание ряда специальных площадок для торговли ими. Так, в 1978 году учреждена биржа The European Options Exchange, в 1982 году — London International Financial Futures Exchange (LIFFE), в 1986 году в Париже — площадка Matif. Все перечисленные площадки в результате ряда преобразований оказались к 2002 году в составе Euronext[3]. Таким образом, произошла универсализация биржевой торговли, когда в рамках одной группы вместе с акциями и облигациями начали торговаться и производные инструменты. Фигурант другой, упоминавшейся выше сделки, Австралийская биржа ценных бумаг в ее нынешнем виде возникла в результате слияния в декабре 2006 года Австралийской фондовой биржи и Фьючерсной биржи Сиднея.

Эти примеры можно продолжить.

Кроме того, некоторые традиционные товарные биржи стали переходить к торговле финансовыми деривативами. Так, в середине 1970-х годов Лео Меламед превратил захолустную Чикагскую товарную биржу, торговавшую фьючерсами на яйцо и грудинку, в центр операций с фьючерсами на мировые валюты[4].

К концу прошлого века деривативы заняли существенную долю в объемах торговли на всех крупных площадках. И поскольку производные стали важным финансовым инструментом, то почти во всех сделках по укрупнению биржевого бизнеса одной из целей является увеличение или хотя бы сохранение имеющейся доли рынка деривативов.

Новые торговые системы

В середине текущего десятилетия на финансовых рынках началось взрывное развитие организации торгов, основанной на стремительном развитии компьютерных технологий. Из числа этих технологий революционное воздействие на биржевую торговлю оказали распределенные сетевые структуры исполнения торговых приказов. В результате произошла серьезная трансформация старых биржевых площадок, и появилось множество новых игроков[5].

В 2005 году в США создана компания BATS6[6] Holdings Inc. для управления альтернативной торговой системой. В 2010 году BATS создала две новых платформы: BATS Options — для торговли опционами на американские акции и BATS Y-Exchange — вторую в США по обороту торгов площадку для торговли акциями. Являясь третьей биржевой компанией в мире по капитализации, она пытается, как уже говорилось ранее, поглотить Chi-X Europe и существенно расширить, таким образом, свои операции на европейском рынке.

Большое влияние на развитие альтернативных торговых площадок оказала директива Евросоюза «О рынках финансовых инструментов» (MiFID)[7]. Директива либерализовала финансовые рынки, в том числе сняв ограничения на платформы по торгам акциями. Это привело к появлению ряда новых игроков. Так, в марте 2007 года возникла торговая платформа Chi-X, созданная несколькими инвестиционными банками, включая Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley и Lehman Brothers. За год с небольшим эта площадка переориентировала на себя 14% торговли акциями крупнейших британских компаний из списка FTSE 100.

Несколько позже началась торговля на платформе Turquoise, созданной девятью инвестиционными банками, среди которых Citigroup, Credit Suisse и Deutsche Bank. Последняя площадка всего через два года после создания перешла под управление LSE, которая приобрела 60% акций быстро растущего конкурента[8] (Заметим, что тогда же LSE приобрела традиционную биржу Borsa Italiana.)

Создание, расширение и поглощение конкурентами (или удачная продажа конкурентам) происходит среди альтернативных торговых площадок значительно быстрее, чем в среде традиционных биржевых компаний.

В условиях глобализации биржевые корпорации стремятся охватить максимально возможную территорию и максимальный спектр финансовых инструментов, что побуждает их к слияниям, поглощениям и созданию совместных предприятий. ◻

Примечания

1. Joint News Release — New ASX-SGX governance arrangements and commitments to strengthen the merger proposal.
2. Has the global exchange industry lost its marbles again? The Economist, Feb. 10th 2011.
3. NYSEEuronextTimeline. www.nyse.com/pdfs/NYSEEuronextTimeline-web.pdf
4. См. Меламед Лео. Бегство во фьючерсы. М.: «Альпина Паблишерз», 2010.
5. О влиянии новых технологий на фондовый рынок см. Пензин К. Подвижное в подвижном. — «Вестник НАУФОР» № 10, 2010, с. 29-33.
6. BATS расшифровывается как Better Alternative Trading System.
7. Подробнее см. Приходина Ю. MiFid: эволюция или революция. —«Вестник НАУФОР» № 5, 2008, с. 51-55.
8. LSE reveals takeover of Turquoise. http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/8423955.stm

Антон Андреев
старший трейдер, групп-лидер компании ANG Capital

Биржевые хулиганы

Жестко регулируемый американский фондовый рынок как родина изощренных манипуляций

Манипуляции и инсайд на финансовых рынках США запрещены законом, подобные нарушения строго пресекаются SEC и даже ФБР. Но несмотря на жесткий контроль американских властей за участниками финансовых рынков, манипуляции случаются не так уж и редко. Как это возможно? В частности, благодаря умело поданным слухам.

Американцы отлично знали Марту Стюарт, владелицу известной компании и крупнейшего бренда, построенного на фильме об идеальной домохозяйке. Ее компания процветала достаточно долго. А потом подешевела в десять раз за месяц после того, как ее обвинили в инсайдерской торговле, а бренд, державшийся на ее репутации, просто растоптали.

Этот случай был одним из наиболее показательных, но далеко не единственным. Борьба с инсайдом и манипуляциями — характерная примета американского рынка. Тех, кто попался на правонарушениях такого рода, наказывают огромными денежными штрафами и серьезными тюремными сроками.

Тем не менее ситуации, связанные с инсайдом и манипулированием, постоянно возникают на американском рынке, столь жестко регулируемом. Примеров тому огромное количество.

Прямо сейчас средства массовой информации вовсю обсуждают новость такого плана: из-за оттока клиентов, последовавшего за проверками ФБР, закрывается хедж-фонд Level Global Investors. Расследование ФБР затрагивает, в частности, взаимоотношения хедж-фондов с фирмами, предоставлявшими услуги «сетей экспертов» — корпоративных менеджеров. Level Global был клиентом таких фирм, в том числе Primary Global Research, восьми консультантам которой по этому делу уже предъявлены обвинения. Незадолго до этого случая обвинения были предъявлены четырем представителям сектора хедж-фондов, в том числе бывшим управляющим SAC Capital Ною Фриману и Доналду Лонгойлу.

В ноябре 2010 года ФБР провело выемку документов в Barai Capital Management, Diamondback Capital Management и Loch Capital Management (сообщение Bloomberg). Barai закрывается,

Diamondback получил требования инвесторов на вывод 12,3% активов. FrontPoint (4,5 млрд долларов активов) ликвидировал фонд с 1 млрд долларов активов, когда выяснилось, что его трейдер Джозеф Скоурон был связан с одним из арестованных по этому делу.

Одним из лидеров по числу предъявленных обвинений в манипуляции и торговле против клиентов, как ни странно, является уважаемый в мировом сообществе инвестбанк Goldman Sachs, Inc. Но у этого банка лучшие в мире юристы, и часть конгресса США прошла через его школу, поэтому он всегда выходит сухим из воды.

В настоящее время нередко объектами манипуляций являются компании, подвергающиеся судебным тяжбам или проходящие проверку ФБР или SEC, или компании, которые могут быть поглощены другими участниками рынка. Слухи о ситуации, в которую они попали, начинают расползаться по рынку. Зачастую они оказываются всего лишь слухами, но кратковременно приводят к сильным и резким взлетам и падениям котировок акций.

Так, к примеру, было и с акциями компании JC Crew, директор которой 23 ноября 2011 года анонсировал возможное поглощение фондами TPG Capital и Leonard Green & Partners, L.P. Тогда не было озвучено ни цены сделки, ни суммы, однако реакция рынка была довольна сильной, акции ритейлера подорожали на 20%.

Или еще один пример. После того как в войне за компанию 3par.com между HPQ и DELL победил первый из соперников, все прочили, что DELL предпримет покупку CML в качестве альтернативы. На ожиданиях агрессивно покупали акции компании. Рост выше 30 долларов обеспечили «выкуренные» держатели коротких позиций.

Этот случай наглядно показывает, насколько сильно слухи могут влиять на рынок.

Но, в принципе, слух часто не ходит в одиночку.

Обычно, когда рынки находятся на пике роста, на них начинает генерироваться практически непрерывный поток слухов о поглощениях. Постоянно идут разговоры о том, что сливаться/поглощаться будет та или иная компания,

Рис. 1. **Дневной график акций компании Compellent Technologies, Inc.**

В отношении слухов хорошо работает простой принцип: доверяй, но проверяй. Узнав даже самую сногсшибательную новость, не следует отключать аналитические способности мозга.

в слухах фигурирует значительное количество компаний из совершенно разных секторов.

Когда в день начинает выходить по три-пять новостей такого рода, относящихся к разным компаниям, это становится похоже на сознательное введение рынка в заблуждение. Цель таких действий — на первичной реакции разгрузить позиции. Как правило, о таких новостях все быстро забывают, и на деле никаких сделок не совершается.

Однако «двинуть» рынок может не только известие о слиянии/поглощении. Новость может быть типологически другой.

Следующий график демонстрирует другой вариант влияния новостей (или слухов) на поведение рынка акций.

Например, 18 января 2011 года появилась новость о том, что Стив Джобс ушел в отпуск для поправки здоровья, оставив Тима Кука своим заместителем. Первыми, кто узнал об отпуске, стали сотрудники компании Apple.

Публикация обращения Стива Джобса к коллегам произвела эффект разорвавшейся бомбы. Подробности события публиковали практически все ведущие мировые СМИ. Обсуждалось, что причиной столь неожиданного для многих решения стало **ухудшающееся** здоровье CEO и проблемы с иммунной системой. Шли разговоры о том, что Стивен стал появляться в Apple заметно **реже** обычного, что когда его последний раз видели на людях, он выглядел усталым и очень истощенным, что в последнее время Джобс обедал один в своем офисе, а не в корпоративном кафетерии. И так далее. После чего акции Apple упали на 6%.

Затем все, кто верит в Apple, купили акции после падения этой (практически крупнейшей в мире) корпорации, а на следующем этапе вышли из них после отличного отчета компании, которого все ждали.

Следующий график — следующий пример.

18 января во время дополнительной сессии торгов на NYSE, компания Mosaic Inc. опубликовала новость о том, что главный акционер компании Cargill Group хочет продать путем вторичного размещения свой пакет объемом 64% (286 млн акций компании) для рефинансирования долга группы. В связи с этим директора объявили о возможной продаже компании. После таких новостей акции Cargill Group рухнули более чем на 10% за два дня. Видимо, затем отдельные участники стали ждать, что этот пакет заинтересует стратегического инвестора, желающего купить всю компанию. Тогда группа вынуждена будет продавать акции на открытом рынке дешевле, и участники рынка смогут инвестировать большие капиталы по хорошей цене с относительно низкими операционными издержками.

Рассмотрим еще одну ситуацию.

12 января компания ITT Corp. объявила о том, что разделяется на три публичных компании.

Обычно такая новость привлекает спекулятивный объем, поскольку три небольших компании, торгуемые каждая по отдельности, будут оцениваться рынком дороже, чем один большой холдинг. В результате такой бурной реакции на новость держатели коротких позиций вынуждены были закрывать свои позиции. Такая модель для коротких позиций называется corner, то есть инвесторов загоняют в угол и заставляют закрывать позиции. К тому же им невыгодна эта ситуация — поскольку скорей всего акции компании продолжат рост и будут стоить выше.

Иными словами, те, кто играл на коротких позициях, потеряли. Остальные среднесрочные инвесторы имели возможность взять быструю 15% прибыль.

И наконец, еще один случай, когда слухи и новости изменили рыночную ситуацию, связан с компаниями-ритейлерами Dillard's, inc. и Home Depot, Inc.

20 января во время предварительной сессии появился слух о том, что капитализация этих компаний, возможно, увеличится — за счет того, что их недвижимость будет выделена в отдельный траст. Следует заметить, что у обеих компаний в собственности находятся более 90% магазинов, через которые они торгуют. В качестве оправдания этим действиям аналитики сошлись во мнении, что на подобное решение компании подвиг растущий рынок трастов, управляющих недвижимостью. Этот слух, подогретый выступлением директора компании Dillard's, Inc., который был расценен как подтверждение такого развития событий, спровоцировал рост всего сектора ритейлеров.

Какие уроки можно извлечь из всех этих ситуаций?

В отношении слухов хорошо работает простой принцип: доверяй, но проверяй.

Иными словами, узнав даже самую сногсшибательную новость, не следует отключать аналитические способности мозга. ◻

Рис. 2. **Дневной график акций Apple, Inc.**

Футбол как инвестиция

Управляющие пытаются сыграть на модных тенденциях, чтобы привлечь клиентов в ПИФы

После кризиса предпочтения пайщиков ПИФов изменились: многие управляющие отмечают, что спрос клиентов сместился в более узкие инструменты. В частности, многих интересуют инвестиции в отраслевые фонды, поскольку такие фонды могут показать более сильный рост сравнительно с общим ростом рынка.

Пик роста рынка пришелся на первую половину дня 18 января, когда индекс РТС локально превысил отметку 1920 пунктов, а индекс ММВБ вплотную приблизился к уровню 1790 пунктов.

Одна из популярных идей — вложения в инфраструктуру. Старший инвестиционный консультант компании «Райффайзен Капитал Менеджмент» Клаус Глайзер отмечает, что инвесторы все больше смотрят в эту сторону. Речь не о конкретных событиях: это тенденция. 10-20 лет назад в инфраструктурные проекты инвестировали лишь сами государства, но ситуация меняется. Например, Африка: суммарные публичные затраты на инфраструктуру в ЮАР возросли с 2007 года до 2010 более чем на 600% (с 11,7 млрд долларов до 87 миллиардов долларов соответственно). Драйвером стал чемпионат мира по футболу. До того дела в стране с инфраструктурой обстояли плохо. В частности, часто случались перебои с электроснабжением.

Словом, жизнь показала, что конкретные спортивные события хорошо стимулируют инфраструктурные инвестиции. В развивающихся странах они стимулируют создание инфраструктуры, в развитых — ее обновление.

Инфраструктурные инвестиции помогли крупнейшей экономике Африки выбраться из рецессии в третьем квартале 2010 года, замечает Глайзер. По его мнению, наряду с инвестициями в традиционные инфраструктурные направления (энергетика, транспорт, коммунальные службы) теперь возможны и «постиндустриальные» направления инвестирования (в коммуникационные сети, социальную и институциональную инфраструктуру). Безотносительно к формулировкам количество и качество инфраструктуры оказывает определяющее воздействие на состояние национальной экономики и является источником экономического роста. К числу характеристик, отличающих инфраструктурные инвестиции от более традиционных инструментов, относятся их относительно высокая стои-

мость, долгосрочность, участие государства (и наметившееся возрастание участия частных инвесторов), а также сильное влияние на долгосрочное благополучие экономики.

В значительном количестве стран инвестиции в инфраструктуру измеряются большими цифрами, говорит Глайзер. В этом ряду можно назвать Китай, Аргентину, Индию, Россию, Францию, Германию и другие страны. И можно прогнозировать, что в среднесрочной перспективе (до 2017 года) они будут расти в ряде развивающихся стран Восточной Европы, Ближнего Востока, Азии, Африки и Латинской Америки.

Все идеи инвестирования в инфраструктурные проекты относятся и к России, считает начальник инвестиционного управления «Райффайзен Капитал» Игорь Кобзарь. Мировой опыт показывает, что развитие инфраструктуры является одним из путей выхода из кризиса. В частности, именно на эту идею опираются в США, предлагая соответствующие меры в известном American Recovery and Reinvestment Act.

Развитие инфраструктуры — для России важнейший тренд, универсальный рецепт для развития экономики. Заявлено о реализации нескольких важных и крупных инфраструктурных проектов. Компания РЖД будет реализовывать проект высокоскоростного железнодорожного движения (объем инвестиций до 50 млрд долларов). В 2012 году будет проводиться саммит стран Азиатско-Тихоокеанского экономического сотрудничества на Дальнем Востоке (9 млрд рублей), в 2014 году состоится Олимпиада в Сочи (16 млрд долларов), в 2018 году — Чемпионат мира по футболу (50 млрд долларов). Все эти планы позволят инвесторам участвовать в проектах государства и получать хорошую прибыль.

Поэтому «Райффайзен Капитал» намерен сыграть на этих идеях, запустив ОПИФ «Индустриальный». В состав портфеля войдут компании, участвующие в реализации инфраструктурных проектов. Основная идея фонда — заработать на развитии внутреннего рынка, который «поднимется» за счет реализации крупных инфраструктурных проектов. В нем будут представлены компании из нескольких отраслей: строительство и транспорт; машиностроение; металлургия. В «Райффайзене» составили модельный портфель, воспроизводящий эту структуру, и посчитали, как он вел бы себя в прошлом. Оказалось, что в кризис такой фонд упал бы сильнее биржевого индекса. Зато на росте его доходность выше, чем доходность инвестиций «в индекс». На это и ставка.

В металлургии «Райффайзен Капитал» делает ставку на производителей сортового проката («Евраз», «Мечел»), в строительстве — на строительство инфраструктуры и жилой недвижимости (компании «Мостотрест», ЛСР), в машиностроении — на автопром и энергомашиностроение («Камаз», «Силовые машины»).

Следует заметить, что о создании инвестиционных продуктов, привязанных к Чемпионату мира по футболу-2018 объявили также компании «Альфа капитал» и «Тройка Диалог». Это понятно. Управляющие пытаются сыграть на модных тенденциях, чтобы привлечь клиентов в ПИФы. Но в нынешней ситуации следует уповать в основном на то, что инвестиции в паевые фонды по определению должны быть долгосрочными. Как отмечает Investfunds.ru, с начала года на рынке продолжается боковое движение. В частности, в течение недели с 4 по 11 февраля все биржевые индексы — как базовые, так и отраслевые — плавно снижались.

И. С.

Ирина Слюсарева
главный редактор «Вестника НАУФОР»

Разные, хорошие

Какие проекты реализовали РТС и ММВБ в последние месяцы и в какой логике это происходило

Обсуждая грандиозную новость относительно слияния наших двух главных бирж, ММВБ и РТС, мы не всегда держим в уме тот факт, что покуда они еще не являются единым целым. И, стало быть, работают как две отдельные бизнес-единицы. Тогда почему бы не попытаться просто оглянуться немного назад?

Первое обстоятельство, которое замечаешь в ретроспективном ракурсе, состоит в том, что проектов было много.

Для этого надо вспомнить, какие именно проекты реализовали российские торговые площадки в последние месяцы, и в какой логике это происходило.

Кстати, первое обстоятельство, которое замечаешь в подобном ретроспективном ракурсе, состоит в том, что проектов было много — и у Московской межбанковской валютной биржи, и у Российской торговой системы.

Все флаги в гости будут к нам?

На ММВБ в середине прошлого года, как известно, сменилось руководство. В ходе своего первого пресс-брифинга, проводимого в качестве президента, Рубен Аганбегян сказал журналистам, что первое время будет занят лишь одним: он намерен встречаться с представителями абсолютно всех категорий клиентов и проводить с ними консультации относительно будущего биржи, относительно того, чего хотят от нее разные группы пользователей.

После этого ММВБ на какой-то период действительно перестала генерировать новости и затихла. Однако довольно быстро пауза закончилась, и пресс-релизы о новых проектах стали появляться в очень бодром темпе.

Вначале ММВБ привела в действие механизм вывода иностранных эмитентов на российский рынок капитала: разместила облигации Республики Беларусь, а вскоре после этого запустила торги российскими депозитарными расписками (на акции компании United Company RUSAL Plc). Следует заметить, что еще до этого на ММВБ были размещены облигации ЕБРР — тоже не вполне российские бумаги.

В общем, ММВБ выстроила пути для прихода иностранных ценных бумаг на наш рынок, причем задействовав обе возможности такого выхода: и напрямую, и через РДР.

Депозитарная расписка как тип ценной бумаги представляет собой сертификат, выпущенный на некоторое количество задепонированных акций. Суть операции выпуска депозитарной расписки состоит в том, что торговля и расчеты по этому инструменту происходят за пределами страны, в которой зарегистрирован эмитент базовых акций.

Одним из наиболее популярных видов депозитарных расписок достаточно долго были АДР, американские депозитарные расписки. Конструкция этого инструмента позволяет выпускать иностранные ценные бумаги на американский рынок, максимально снимая риски с инвестора.

Каков тут принцип? Компания-эмитент стремится выйти на американский фондовый рынок, потому что он развитый и там можно привлечь больше ликвидности. А регулирование американского рынка делает правила доступа на него такими, чтобы риски либо принимал на себя банк-эмитент расписок, либо сами риски были понятны и прозрачны, в первую очередь, инвестору.

Потому что если компания-эмитент хочет получить доступ к крупным американским биржам (типа NYSE и NASDAQ), то ей необходимо получить уже разрешение на выпуск АДР второго уровня. Для этого придется пройти полную регистрацию в SEC, а потом потребуется ежегодно сдавать отчеты по стандартам GAAP. Правила выпуска АДР третьего уровня еще строже, так что процедура фактически эквивалентна публичному предложению акций на бирже и требует такого же уровня раскрытия финансовой информации. Также эмитент должен соответствовать требованиям листинга на той бирже, где будет осуществляться торговля ADR.

Фондовая биржа ММВБ получила статус «Recognised stock exchange» (признанной биржи). Этот статус приводит к тому, что инвесторы, приобретающие облигации эмитентов на признанной бирже, получают купонные платежи в полном объеме (без вычета налога).

То есть, чтобы торговаться на таких основаниях, как американские эмитенты, эмитент-иностранец должен и раскрываться в ту же меру, что локальные.

Российские депозитарные расписки были придуманы по той же логике: иностранная бумага получает доступ на наш рынок максимально «безболезненно» для инвестора. Но по разным причинам уже после того как был придуман и законодательно обеспечен сам механизм выпуска РДР, процесс выхода иностранных бумаг на наш рынок этим путем рынком не инициировался.

В любом случае иностранные ценные бумаги стали торговаться на российском организованном рынке впервые, а любой новаторский проект по определению является трудоемким.

Затем Фондовая биржа ММВБ получила статус «Recognised stock exchange» (признанной биржи). Этот статус (как прокомментировала пресс-служба биржи) приводит к тому, что инвесторы, приобретающие облигации эмитентов на признанной бирже, получают купонные платежи в полном объеме (без вычета налога).

Затем в Санкт-Петербурге начал работу Региональный биржевой центр «ММВБ-Северо-Запад».

После этого на срочном рынке Группы ММВБ была реализована возможность учета межпродуктовых спредов между фьючерсными контрактами на отдельные акции и фондовые индексы при расчете размера гарантийного обеспечения по портфелю позиций. (В результате отрицательная вариационная маржа по одному виду контрактов может быть полностью или частично компенсирована положительной вариационной маржой по соответствующим позициям в других контрактах.)

Еще одно (последнее по порядку перечисления, но не по значимости) достижение биржи состоит в том, что в течение 2010 года на рынке инноваций (РИИ ММВБ) прошло размещение восьми компаний.

Глава компании «АйТиИнвест» Владимир Твардовский говорит, что

Фондовая биржа ММВБ получила статус «Recognised stock exchange» (признанной биржи). Этот статус приводит к тому, что инвесторы, приобретающие облигации эмитентов на признанной бирже, получают купонные платежи в полном объеме (без вычета налога).

«из продуктов ММВБ, интересных частным торговцам, наиболее интересен проект по учету межпродуктовых спредов на срочном рынке. Это большой шаг вперед». Но более важными проектами ММВБ ему кажутся те, которые еще не завершены. Это и торговля с расчетами Т+3, это и запуск опционного рынка на акции, это и развитие фьючерсов на рынки процентных ставок, это и введение дополнительных торговых часов.

Денис Соловьев, управляющий директор «Альфа-банка», считает большим совместным достижением биржи и организаторов (одним из которых является «Альфа-банк») размещение облигаций Беларуси. Он хорошо оценивает и появление на рынке долгожданных российских депозитарных расписок, замечая, что ему как автору концепции и названия инструмента приятно, что все это кому-то пригодилось.

Получение статуса «Recognised stock exchange» (признанной биржи), по мнению г-на Соловьева, — это тоже достаточно интересно, поскольку биржевому рынку созданы преференции, с которыми можно самим теперь высчитывать налоги. Однако рынок еврооблигаций — в основном внебиржевой. Поскольку евробонды мало кто приобретает на ФБ ММВБ, а налог по российскому законодательству должен удержать плательщик, то бирже надо оценить все плюсы такого статуса.

Возможности учета межпродуктовых спредов на срочном рынке г-н Соловьев оценивает более сдержанно: «Учитывая, что над темой работали не один год, даже обидно, что в силу незначительных объемов выиграть участникам много не удастся».

Владислав Кочетков, президент-председатель правления инвестиционного холдинга «Финам», особенно высоко оценивает работу площадки РИИ, отмечая, что она создала комфортные условия для инвестиционных банков и эмитентов, по сути, начав формирование нового для России сегмента биржевых инвестиций в компании малой и средней капитализации. Кроме того, говорит он, стратегическую роль играет начало обращения бумаг иностранных эмитентов. Первые проекты в этой сфере позволяют получить необходимый опыт, что в будущем позволит увеличить количество таких инструментов, в том числе в рамках публичных размещений компаний из СНГ.

Глава компании «АйТиИнвест» Владимир Твардовский говорит, что «из продуктов ММВБ, интересных частным торговцам, наиболее интересен проект по учету межпродуктовых спредов на срочном рынке. Это большой шаг вперед». Но более важными проектами ММВБ ему кажутся те, которые еще не завершены.

Денис Соловьев говорит, что к списку наиболее значительных проектов ММВБ добавил приобретение РТС, если бы сделка была завершена.

Владимир Твардовский, комментируя итоги последних месяцев работы ММВБ, добавляет: «Глядя на осуществленные проекты и анализируя менеджерский и кадровый потенциал ММВБ, понимаешь, что у группы ММВБ большое будущее.

Нет денег — нет любви

С тех пор как главой РТС стал Роман Горюнов, брокеры иногда предъявляют бирже странный упрек в излишней креативности. В том смысле, что она запускает много проектов, причем некоторые — с явным расчетом на будущее (то есть без очевидной отдачи в настоящем). Однако в конце 2010 года казалось, что творческая активность Российской торговой системы немного вошла в русло. Новые достижения появлялись, но не были глобальными.

Биржа запустила расчет Индекса волатильности; переходила на новую торговую технологию Plaza II (что обеспечивает единую торговую платформу для всех торговых площадок РТС, — расчетной, клиринговой, статистической и отчетной систем на основе внутреннего протокола). Журнал «Futures and Options World» (Лондон, Великобритания), кроме того, по результатам конкурса биржевых инновационных продуктов за 2010 год признал РТС победителем в двух номинациях. (Во-первых, лучшим биржевым инновационным продуктом 2010 года в Восточной Европе был назван фьючерсный контракт на Индекс RTS Standard; во-вторых, номинацию «Лучший биржевой инновационный сервис для клиентов 2010 года в Восточной Европе» получила опция единой поставки на рынках FORTS и RTS Standard.)

Однако спокойствие было иллюзорным. В День святого Валентина биржа РТС развернулась во всю свою креативную мощь, запустив под лозунгом «Нет денег — нет любви» рынок RTS Money.

Этот новаторский по своей идее сервис позволяет клиентам заключать конверсионные сделки. (Точнее, совершать конверсионные сделки с американским долларом во время работы американского рынка.) Иными словами, участники рынка получили возможность использовать при операциях и расчетах как российскую, так и американскую валюту. По мысли разработчиков, это дает агентам рынка возможность реализовать широкий спектр стратегий, управлять ликвидностью и валютными рисками.

Клиентом RTS Money может также стать любой человек, который нуждается в совершении операций с валютой. На бирже обещают, что на спредах он не потеряет, а комиссионные будут выражаться десятитысячными долями процента.

Очевидно, что новый сервис адресован в первую очередь нерезидентам, обслуживание которых на рынках РТС сильно упрощается. На новой площадке дилер может одним нажатием кнопки совершить те операции, которые прежде были долгими и нетехнологичными — осуществить зачисление денежных средств в валюте и конвертацию в рубли; конвертировать вариационную маржу по валютным контрактам; перевести валюту в рыночные залоги; купить/продать ценные бумаги за валюту.

Однако клиентом RTS Money может также стать любой человек, который нуждается в совершении операций с валютой. На бирже обещают, что на спредах он не потеряет, а комиссионные будут выражаться десятитысячными долями процента.

Итоги работы РТС в целом за последнее время Владимир Твардовский («АйТиИнвест») оценивает на пять с плюсом (по пятибалльной шкале). В то же время он отмечает, что «путь к достижению этих итогов был не всегда гладок — случались и сбои, и штрафы. Что, впрочем, выглядит совершенно естественно. Ибо чем быстрее едешь, тем сильнее чувствуются неровности дороги».

С точки зрения компании, предлагающей услуги в основном розничному клиенту, — говорит Твардовский, — все проекты РТС представляются нам важными и своевременными. Но самым важным на текущий момент кажется проект по запуску конверсионных операций RTS Money. Это сильно поможет многим категориям торговцев и будет хорошим шагом в правильном направлении.

Денис Соловьев называет рынок RTS Money «бесспорным» проектом (добавляя к нему запуск расчета Индекса волатильности). И уточняет, что в список «бесспорных» точно должны войти также реализованные несколько ранее фьючерсы на евро/доллар «и, безусловно, RTS Standard, завоевавший 30% спот-рынка акций». Кроме того, к списку предыдущих важных достижений биржи РТС г-н Соловьев плюсует также «завоевание 70% доли рынка в Украине, появление технологии клиринга с расчетами через центрального контрагента и систему управления рисками, давшую возможность частичного преддепонирования с циклом расчетов Т+3».

В оценке перехода на новую платформу г-н Соловьев более осторожен. «Согласен, что проделан большой объем работы как РТС, так и участниками рынка, — говорит он. — Но выгоды объединения платформ пока трудно оценить».

Владислав Кочетков («Финам») тоже использует в оценке Plaza II оборот «неоднозначное отношение». Система имеет ряд преимуществ, соглашается он, но ее стоимость достаточно велика для брокеров. И добавляет, что при этом «2010 год однозначно оказался удачным для РТС. Например, активно развивался рынок RTS Standard, во многом благодаря усилиям самой биржи, которая активно взаимодействовала с брокерами, организовав настоящую образовательную экспансию. Кроме того, рынок привлек активных инвесторов».

Индекс волатильности президент компании «Финам» также оценивает как удобный инструмент для участников срочного рынка. ◻

Журнал «Futures and Options World» (Лондон, Великобритания), кроме того, по результатам конкурса биржевых инновационных продуктов за 2010 год признал РТС победителем в двух номинациях: «Лучший биржевой инновационный продукт 2010 года в Восточной Европе» и «Лучший биржевой инновационный сервис для клиентов 2010 года в Восточной Европе»

Новости бирж

В марте на площадке «Санкт-Петербургская биржа» в рамках совместного проекта с Группой РТС начинаются торги новым инструментом — расчетным фьючерсом на пшеницу с котировками в рублях за тонну со сроками исполнения в марте, мае, июле, сентябре, декабре. Код контракта в торговой системе (GR). В качестве цены исполнения будет использоваться ведущий биржевой индикатор на пшеницу, рассчитываемый на базе цены фьючерсного контракта Wheat futures, торгуемого на бирже CBOT (входит в CME Group).

Поскольку партнером ФБСП в этом проекте является Группа РТС, то в рабочем процессе будут задействованы структуры обеих площадок. Организатором торгов будет являться ОАО «Санкт-Петербургская биржа», клиринговой организацией — ЗАО «КЦ РТС», расчетной организацией — НКО «Расчетная палата РТС».

Ситуация с продовольствием в мире не является безоблачной. Именно поэтому для продовольственных рынков, зернового в том числе, характерна высокая волатильность. Поэтому новый инструмент — фьючерс на пшеницу — сможет использоваться крупными агропромышленными компаниями и агротрейдерами в качестве инструмента хеджирования ценовых рисков. Но на любом волатильном инструменте могут также зарабатывать спекулянты. Таким образом, для трейдеров — участников рынка FORTS — контракт предоставит новые возможности проведения арбитражных и спекулятивных операций.

Как сообщает пресс-служба РТС, на бирже рассчитывают, что «новый инструмент не только позволит повысить эффективность операций на рынке компаниям реального сектора экономики, но также разнообразить стратегии работы частных инвесторов».

ПОДПИСНОЙ КУПОН

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

Заполненный купон нужно отправить по факсу 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.

Risk conferences

14 апреля 2011

Москва

Risk & return Россия 2011

www.riskreturnrossiya.com

Чтобы зарегистрировать свое участие, пожалуйста, следуйте по ссылке riskreturnrossiya.com

Моделирование и управление риском и инвестиционные стратегии в свете законодательных изменений в России

Основные докладчики:

Хосе Мануэль Гонсалес-Парамо, Член Правления, ЕВРОПЕЙСКИЙ ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК

Сергей Смирнов, Заведующий Кафедрой Управления Рисками и Страхования, ВЫСШАЯ ШКОЛА ЭКОНОМИКИ

Филипп Гальперин, Директор по Управлению Рисками, АЛЬФА-БАНК

Саймон Фентам-Флетчер, Главный Портфельный Управляющий, РЕНЕССАНС УПРАВЛЕНИЕ АКТИВАМИ

Инесса Толоконникова, Управляющий Портфелем, Глобальные Финансовые Рынки, МЕЖДУНАРОДНАЯ ФИНАНСОВАЯ КОРПОРАЦИЯ

Анатолий Гавриленко, Председатель Наблюдательного Совета, ГК «АЛОР»; Президент, РОССИЙСКИЙ БИРЖЕВОЙ СОЮЗ

Спонсоры:

numerix

S&P INDICES

Спонсор-экспонент:

CALYPSO

Медиа партнеры:

Аналитический банковский журнал

НАУФОР

NBJ

Регламент

Ведущий Интернет Партнер

ИНФОРМАЦИОННОЕ АГЕНТСТВО ФИНМАРКЕТ группа интерфакс

При поддержке:

Risk

Structured products

По вопросам спонсирования - Хассан Махмучи:
Тел: +44 (0)20 7484 9979
Email: hassan.machmouchi@incisivemedia.com

An incisivemedia event
incisive-events.com

Консалтинговый центр НАУФОР приглашает на семинары по повышению квалификации профучастников и подготовки к экзаменам ФСФР России

Семинары по подготовке к экзаменам ФСФР России

Название	Город	Дата	Время проведения
Базовый курс «Основы рынка ценных бумаг»	Москва	14–29.03.2011	пн-чт 18:00-21:00, пт 17:00-20:00
Курс 1.0 «Брокерская, дилерская деятельность и деятельность по управлению ценными бумагами»	Москва Москва	14–23.03.2011 11–20.04.2011	пн-чт 18:00-21:00, пт 17:00-20:00
Курс 4.0 «Депозитарная деятельность»	Москва	28–31.03.2011	пн-чт 18:00-21:00, пт 17:00-20:00

Семинары для профучастников

Название	Город	Дата	Время проведения
Противодействие легализации доходов, полученных преступным путем, и финансирования терроризма	Санкт-Петербург	11.03.2011	10:00-17:00
	Владивосток	12.03.2011, 22.03.2011	
	Омск	24.03.2011	
	Казань	25.03.2011	
	Иркутск	31.03.2011	
		11.04.2011	
	Екатеринбург	15.04.2011	
	Нижний Новгород	30.03.2011	
	Москва	12.04.2011	
Внутренний контроль профессиональных участников рынка ценных бумаг	Москва	30.03.2011	9:30-16:30
Организация и ведение внутреннего учета профессиональными участниками рынка ценных бумаг	Москва	15.03.2011	пн-чт 18:00-21:00, пт 17:00-20:00
Семинар, посвященный практическим аспектам реализации мер по предупреждению инсайда и манипулирования	Санкт-Петербург	28.03.2011	9:30-14:00