Содержание

№3, март 2011

Биржа-комьюнити

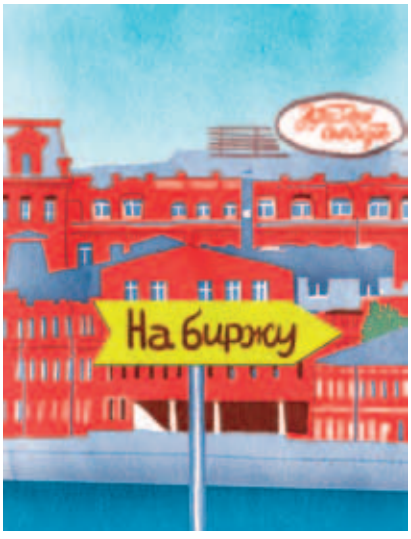
Вице-президент ММВБ Геннадий Марголит рассказывает главному редактору журнала «Вестник НАУФОР» Ирине Слюсаревой о том, что биржа может выполнять функции социальной сети, а также о ситуациях, в которых либерал-рыночник одобряет активное вмешательство государства.

12

56

Стрелка показывает на биржу

ПВ московском центре «Digital October» (занимается технологическим предпринимательством) состоялась конференция «Технологические биржи России и Запада: как привлечь инвестиции в российские инновации?». По предварительным прикидкам, привлечь ресурсы в инновационные бизнесы можно. Вроде бы.



ТЕМА НОМЕРА: БИРЖА-КОМЬЮНИТИ

4 **Стабильность побеждает**

Генеральный директор Биржи «Санкт-Петербург» Виктор Николаев рассказывает зампредседателя правления НАУФОР Ольге Кудиновой, каким образом биржа может помочь структурированию экономики и по каким причинам сотрудничество биржи с налоговой инспекцией может способствовать снижению цен на жилье.

22 **Фрагмент защиты**

Участники круглого стола НАУФОР обсуждают проблемы, связанные с появлением в практике работы фондового сообщества института «квалифицированных инвесторов.

ЭКСПЕРТНОЕ МНЕНИЕ

36 **Рост и нефть**

Рынок акций РФ в феврале вновь оказался среди лидеров роста, индексы обновили годовые максимумы.

МИРОВЫЕ ФИНАНСЫ

42 **Неравномерное восстановление**

Кризис заставил всерьез задуматься над тем, как изменится экономика в целом. Восстановление мировой экономики после острой фазы кризиса происходит неравномерно — развивающиеся страны меньше пострадали от кризиса и по-прежнему растут значительно быстрее развитых.

ЗАДАЧА / РЕШЕНИЕ

52 **Такая вот история...**

Выходит очередной обзор «Российский фондовый рынок 2010. События и факты», подготовленный НАУФОР. Обзор рассказывает о показателях отечественного фондового рынка за весь прошлый год, изменениях законодательства и о ключевых событиях, произошедших в этот период.

МЕРОПРИЯТИЕ

62 **To be or not to be?**

В рамках Международной научно-практической конференции «Россия и мир: в поисках инновационной стратегии» прошел круглый стол «Международный финансовый центр в Москве: проблемы и перспективы». Участники обсудили наиболее острые проблемы российского финансового рынка.

Биржа-комьюнити

Читаешь скупые строки пресс-релизов — и они сами складываются в важный сюжет.

Новость номер раз. Биржа ММВБ (наряду с Intel Foundation и Российской венчурной компанией) выступила партнером конкурса БИТ-2011. Смысл партнерства, а также самого конкурса — поддержка российских инноваций. Из российских стартап-проектов будут выбраны лучшие, а затем партнеры помогут их встраиванию во всемирный технологический рынок.

То есть останься небезызвестный гугловладелец Сергей Брин в России, теперь у него появился бы хоть какой-то шанс реализовать проект жизни не на чужбине?

Новость следующая. Там же, на ММВБ, состоялась в самом конце марта презентация ОАО «Витал Девелопмент Корпорэйшн» для инвесторов. После IPO акции компании будут обращаться в секторе Рынок инноваций и инвестиций ЗАО «Фондовая биржа ММВБ».

Вскоре же рынок инноваций ММВБ прирастет еще одним эмитентом — грядет размещение компании Ютинет.Ру — крупнейшего (как объясняет релиз) российского интернет-ритейлера электроники.

Динамика, в целом, ясная, не так ли?

В общем, кто как, а лично я болею за наших родных, российских леопардов. Хорошо бы им все ж таки суметь прыгнуть. Пока чиновники не заметили и не захотели поучаствовать в движении.

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 ИЭПП;
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 тел. +7 (495) 787-7775, доб. 5150 Марина Климова.

Отпечатано в типографии «Парадиз»
Москва, Ленинградский проспект, дом 47
Тираж 1500 экз.
«Роспечать» 79361
«Объединенный каталог «Пресса России», 27904

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.

9 июня 2011 года

Москва, Московский городской гольф-клуб

X церемония награждения победителей Национального конкурса

ЭЛИТА ФОНДОВОГО РЫНКА 2010

Национальный конкурс «Элита фондового рынка» — один из старейших и авторитетных конкурсов на финансовом рынке, ежегодно называющий лучших представителей инвестиционного сообщества за прошедший год.

ПОБЕДИТЕЛИ БУДУТ НАЗВАНЫ В СЛЕДУЮЩИХ НОМИНАЦИЯХ:

- Лучший трейдинг
- Лучшая аналитика
- Лучшая юридическая служба
- Лучшие кастодиальные услуги
- Лучший инвестиционный банк
- Управляющая компания фондов
- Компания услуг для розничных инвесторов
- Компания рынка акций
- Компания рынка облигаций
- Компания срочного рынка
- Развитие бизнеса
- Новый финансовый инструмент
- Проект по развитию национального рынка
- За личный вклад в развитие фондового рынка
- Компания Северо-Западного региона
- Компания Уральского региона
- Компания Юга России
- Компания Юго-Восточного региона
- Компания Поволжского региона
- Компания Восточно-Сибирского региона
- Компания Западно-Сибирского региона
- Компания года

Оргкомитет конкурса: 8 (495) 787–77–75, доб. 5226, 5150

www.naufor.ru

Виктор Николаев
генеральный директор Биржи «Санкт-Петербург»

Стабильность побеждает

В России без конца ищут новые подходы к биржам, тогда как следует научиться регулировать экономику экономическими инструментами

Генеральный директор Биржи «Санкт-Петербург» Виктор Николаев рассказывает зампредседателя правления НАУФОР Ольге Кудиновой, каким образом биржа может помочь структурированию экономики и по каким причинам сотрудничество биржи с налоговой инспекцией может способствовать снижению цен на жилье.

— Виктор Васильевич, как создавалась биржа, и в чем вы видите ее роль сегодня?

— До создания ФБ «Санкт-Петербург» я работал первым заместителем начальника Главснаба Ленгорисполкома. Занимался снабжением, поставками сырья и материалов, понимал эти проблемы. Поэтому меня включили в группу по созданию биржи.

Тогда, в 90-х, биржи создавались по всей России, поскольку считалось, что они заменят Главснабы и Госпланы. Это было первой ошибкой. Биржу создавали чуть ли не в каждом подъезде, в этой среде тогда крутилось много обычных мошенников, которые собирали деньги, а потом пускались в бега. В результате создали в России около 500 бирж, только в Петербурге их было 39.

Второй проблемой стало то, что весь этот процесс создания бирж превратился в кампанию. А если бы это не выродилось в кампанию, а создавалась нормальная биржевая торговля, и параллельно запускался бы закон по биржевой деятельности, то весь процесс пошел иначе.

— Что мог бы поменять закон?

— В нем могла появиться информация о том, что такое биржевая торговля и какие товары являются биржевыми. Ведь тогда на вновь созданных биржах продавались колготки, гуманитарная помощь, корабли, — словом, любой ширпотреб, который появился (или остался) от государственных организаций.

Но все-таки процесс был интересным. Когда возникла комиссия по товарным биржам, она хоть как-то стала все упорядочивать и способствовать организации биржевой торговли. Сейчас КТБ (ред. — Комиссия по товарным биржам) ликвидировали, передав ее функции ФСФР, но Службе, мне кажется, не до товарного рынка.

Я всегда был сторонником того, что биржи должны работать при Министерстве экономики, потому что биржа — это часть экономики.

Старейшая в России Биржа «Санкт-Петербург»: 31 января 2010 года отметила свое 20-летие.

Сегодня эта биржевая площадка входит в число лидеров: в прошлом году общий оборот обслуживаемых ею торгов превысил 29,5 трлн рублей. Ключевыми направлениями работы биржи сегодня являются торги товарными активами и производными финансовыми инструментами.

Виктор Васильевич Николаев является бессменным руководителем биржи. Он окончил Ленинградский финансово-экономический институт в 1978.

В 1978–1983 работал управляющим трестом «Ленжилснаб»;

1985–1986 — заместитель управляющего трестом «Главленинградстрой»;

1988–1990 — генеральный директор «Ленжилпромкомплект»;

1990–1992 — заместитель начальника Главснаба Ленгорисполкома.

С 1991 года возглавляет Товарно-фондовую биржу «Санкт-Петербург» (с 1996 года — Биржа «Санкт-Петербург»).

За вклад в развитие биржевого дела в России Международная академия реальной экономики присвоила В. В. Николаеву звание «Академик Международной академии реальной экономики».

Регулятор должен быть заинтересован в том, чтобы предлагать ресурсы, биржевые товары. Или требовать от монополистов, чтобы они продавали продукцию не только через торговые дома по непонятным контрактам, а также через биржу.

У нас почему-то без конца ищут какие-то новые подходы к биржам. Не регулируют экономические процессы экономическими же инструментами, а лоббируют монополистов (или ведомства). Россия — страна, богатая ресурсами. Но в результате неверного подхода она не имеет адекватной своим возможностям экономики, все искалечено.

Каждый монополист стал создавать свою карманную электронную торговую площадку. Для чего, если уже есть биржа? В результате получалось, что нет единых правил, нет единого подхода.

— С течением времени часть бирж закрылась, и сейчас их не так много.

— Сегодня все равно продолжается борьба между ведомствами за биржи. Когда вышло постановление правительства об организации торговли нефтью и нефтепродуктами, то Минэкономразвития провело соответствующий конкурс среди российских бирж. Биржа «Санкт-Петербург» тогда этот конкурс выиграла и должна была получить возможность торговать нефтепродуктами. Со стороны Минэкономразвития соглашение было подписано г-ном Андросовым, тогда еще заместителем министра. Это происходило в начале 2008 года.

И что же? Параллельно каждый монополист стал создавать свою карманную электронную торговую площадку. Для чего, если уже есть биржа?

— Вам это мешало? Иногда наличие конкурентов стимулирует развитие.

— Это не только нам, это всем мешало. В результате получалось, что нет единых правил, нет единого подхода. Ведь что такое своя электронная площадка, для чего она создается?

Это не имеет отношения ни к экономике, ни к демократии.

Мне понравилось, как к таким вопросам подходят в Уральском федеральном округе. В конце прошлого года премьер-министр проводил совещание в Челябинске, и там решили создать биржу металлов. Полпредство, губернатор обратились ко всем биржам, и к ММВБ, и к МТСБ. Обратились и к нам — мы с удовольствием откликнулись.

Могу честно сказать, что это редко встречается, когда администрация, ведомство без всякого лоббирования своих интересов просто хочет сделать в своем регионе что-то полезное.

29 марта мы открыли представительство Биржи «Санкт-Петербург» в Челябинске. В 10:00 начались торги. На открытии присутствовали и представитель президента в Уральском федеральном округе, и губернатор Челябинской области. Это совсем другой подход — правильный, государственный!

— Расскажите подробнее про эту площадку, какие у нее задачи?

— Вопросов много. Допустим, растут цены на жилье — металл дорожает, цемент дорожает. А почему все это дорожает? Ведь никто не просчитывает себестоимость.

Уральский федеральный округ — самый «металлический», там много крупных компаний-производителей. Если производимые ими товары будут продаваться через биржу, то будет понятно, из чего складывается цена.

Для участия в торгах аккредитовались очень серьезные компании, крупные металлургические комбинаты, — на сегодня их 18.

В конце декабря мы открыли представительство в Бурятии, в Улан-Удэ. Там другое направление — торговля лесом и лесоматериалами. В регионе колоссальные запасы леса. Конечно, много товара продается в Китай, но хотя бы понятно, сколько и по какой цене.

Я тоже встречался и с губернатором, и с председателем хурала Бурятии, и с руководителем налоговой инспекции — они поддержали идею организации в регионе биржевой торговли лесом.

Но то, о чем я рассказал, делается точечно, конкретными руководителями конкретных регионов.

Хотя проект с биржей металлов очень поддержала Федеральная антимонопольная служба, заместитель руководителя Андрей Кашеваров лично приезжал, выступал перед производителями. Они даже составили перечень металлов, которыми им хотелось бы торговать через биржу. Потому что в ФАС поступает много жалоб на завышенные цены на те или иные металлы.

Я обеспокоен слабым развитием биржевой торговли на товары. Хотелось бы, чтобы какое-то конкретное ведомство было заинтересовано в развитии товарной биржевой торговли. Потому сегодня и Минэкономразвития проводит конкурсы, и антимонопольная служба заинтересована, и ФСФР не прочь порулить на товарном рынке, но все эти действия разрозненны, а биржевики страдают, что нет единой политики. Может быть, имеет смысл выпустить постановление по организации биржевого дела, дать какие-то преференции тем, кто участвует в биржевой торговле, а не торгует биржевым товаром по непрозрачным ценам в непрозрачных местах.

— И биржа помогает в борьбе с коррупцией?

— О борьбе с коррупцией не говорит только ленивый, но реальных мер мало. Может быть, главному соб-

ственнику производства и хочется, чтобы все было прозрачно, но после него товар ведь идет через множество посреднических структур, которые не заинтересованы в прозрачности. Не секрет, что существуют откаты. Так зачем выходить на биржу?

— Цена-то будет видна.

— У нас в Санкт-Петербурге существует такая практика (я хочу ее применить и в УрФО), когда у биржи со всеми налоговыми инспекциями города и области заключены соглашения о том, что при проверках они нам делают запросы: по каким ценам продается та или иная продукция на бирже.

К сожалению, это входит в практику очень сложно. А такой обычай был бы хорошим стимулом как для производителей, так и подрядчиков, которые ведут те или иные работы. Почему у нас так завышены цены на жилье? Сегодня не регулируется стоимость ни цемента, ни металла, ни кирпича. (Уж не говорю о мелочах.) Ясно, что цена должна определяться не «на глазок», что должна быть ясная биржевая цена. И если государство решится на прозрачное ценообразование, то, я думаю, это станет хорошим стимулом для развития биржевой торговли.

— В Санкт-Петербурге у вас есть совместные с городом проекты?

— К сожалению, такой прямой поддержки, как в УрФО или в Бурятии, нет. Здесь ближе к центру, наверное. Для города, может быть, не очень интересно делать проекты совместно с биржей.

Хотя в 2010 году город часть зерна закупал через биржу. И говорят, что в Питере хлеб не дорожал. В этом году зерно пока еще не закупают. Но мы ждем: может быть, продовольственный фонд еще выйдет к нам.

— Как развивается фондовая биржа?

— Фондовый рынок в регионе развивается намного сложнее. Я считаю, что консолидация основных фондовых бирж (имею в виду РТС и ММВБ) — это правильно. И фондовый рынок, наверное, должен быть в Москве, потому что там все основные деньги. Тем более что сейчас создается финансовый центр в Москве.

— **Вообще-то, российский международный финансовый центр должен был создаваться не в Москве, а в стране.**

— Может, правильнее было бы создать во Владивостоке, в том же Челябинске или Екатеринбурге филиалы или центры — допустим, здесь фондовый центр, там товарный.

Но что касается РТС, то, честно говоря, жаль, поскольку это наши партнеры, мы с ними давно работаем.

— **У вас был такой замечательный проект торговли акциями «Газпрома».**

— Да, начинали еще с Дмитрием Пономаревым, потом с Иваном Тырышкиным, Владиславом Стрельцовым, Олегом Сафоновым… Мне со всеми было приятно работать, и мы находились в нормальных партнерских отношениях. Они не считали, что, допустим, мы маленькие, а они большие.

— **Конечно, вы же были перечислены в указе президента, как площадка для торгов, а РТС — нет.**

— Понимаете, в жизни всегда побеждает стабильность. Поэтому если в чем-то вырвался, то потом в чем-то потерял. Мы с первого дня с 1991 года целенаправленно, стабильно развивали все рынки: фондовый, товарный и срочный.

Ведь срочный рынок тоже зародился у нас, а не в Москве. И потом, когда мы уже достигли своего уровня в Санкт-Петербурге, то с РТС договаривались о передаче срочного рынка в Москву. Сегодня мы участвуем в техническом обеспечении этого рынка, работают и наши, и их программисты, мы получаем какой-то процент доходов.

— **Что будет после объединения ММВБ и РТС?**

— У нас подписано долгосрочное соглашение. Поэтому даже в случае объединения мы будем сотрудничать с объединенной биржей. В нашей серверной стоят резервные сервера РТС.

— **На РТС было несколько сбоев, которые получили широкую огласку.**

— Это, к сожалению, происходит. Вы знаете, как активно развивается срочный рынок в РТС, происходит ежедневное увеличение оборотов. Но не в нашей системе. С того момента, как мы переехали в новое здание, у нас не было ни одного сбоя.

У нас самое современное оборудование с двумя независимыми вводами, на всякий случай стоит громадный дизель, который автоматически включается и, в крайнем случае, поддержит торговую систему. У нас установлена самая современная система газового пожаротушения, которая позволяет не заливать оборудование, и, следовательно, сохраняется вся система сделок.

Нареканий от участников у нас пока не было, и я думаю, что не будет.

— **Недавно из состава акционеров биржи вышел «Газпромбанк». В связи с чем это произошло, и какие планы у биржи?**

— В свое время у нас была договоренность с «Газпромом» по созданию биржевой торговли газом. Мы даже получили лицензию на создание ОАО. На этом поприще у нас возник такой союз: «Газпром», РТС и Биржа «Санкт-Петербург». Но потом появилась МБНК (Межрегиональная биржа нефтегазового комплекса), такая ручная электронная торговая площадка, и было принято решение торговать газом на ней. Депутаты высказались в поддержку торговли там. Поэтому этот проект практически растворился. Хотя его никто не отменял.

— **С учетом того, что цена на газ играет важную роль в нашей внешней политике, прозрачное ценообразование, может быть, и не нужно?**

— Если бы прозрачная цена была интересна, были бы действия. А так проще продавать не через биржу с большим количеством акционеров (может, я грубо говорю), но через карманную площадку. После этого «Газпромбанком» было принято решение — продать свою долю в ОАО «Биржа Санкт-Петербург».

— **Кто купил газпромовскую долю?**

— Пока идут переговоры. Я считаю, что доли рынка должны быть у участников. Сегодня мы организовываем главное направление — это торговля зерном и фьючерсная торговля на зерно, пока беспоставочные контракты. Процесс пошел.

— **Я правильно понимаю, что в основном вы ведете переговоры с зерновыми компаниями?**

— Да. Но это касается ОАО. А на ЗАО мы развиваем рынок леса, рынок металла.

— **Биржа не рассматривает вариант IPO?**

— Думаю, с акционерами не надо допускать такой вариант, какой был на РТС. Я имею в виду, когда 100% акций держали десять акционеров. Должно быть больше. У нас в ОАО порядка 260 акционеров, а в ЗАО — 420.

Проблема, что нет серьезных участников. Когда будут, то можно и поделиться, пусть выкупают. Средняя цена есть и по ЗАО, и по ОАО. Пусть покупают, но только если придет серьезный

Я обеспокоен слабым развитием биржевой торговли на товары. Хотелось бы, чтобы какое-то конкретное ведомство было заинтересовано в развитии товарной биржевой торговли. Потому сегодня и Минэкономразвития проводит конкурсы, и антимонопольная служба заинтересована, и ФСФР не прочь порулить на товарном рынке, но все эти действия разрознены, а биржевики страдают, что нет единой политики.

участник. Просто так, как в РТС получилось, это неправильно. И наступать на грабли нам не хотелось бы.

— Почему бизнес на бирже поделен на две лицензии?

— В 1997 году, когда вышли поправки в закон «О рынке ценных бумаг», нам пришлось на базе биржи «Санкт-Петербург» создать НП — некоммерческое партнерство — фондовую биржу. Тогда в законе было так прописано. И поэтому у нас так разделилось — ЗАО — это товарная, и НП — это фондовая биржа с 1997 года. Мы тогда получили лицензию № 1 на фондовую биржу, и вручал нам ее тогдашний руководитель ФКЦБ Дмитрий Васильев.

Потом вышло требование о том, что НП надо акционировать — так появилось ОАО с тремя главными акционерами («Газпромбанк», РТС и ЗАО «Биржа Санкт-Петербург»). Плюс еще около 200 акционеров.

— В 2008 году биржа переехала в собственное здание (ВН писал об этом в №1, 2011).

— И я считаю это одним из главных событий для биржи. Много было потрачено всего — времени, сил. Когда бирже исполнилось пять лет, тогдашний губернатор Анатолий Собчак распорядился передать нам старое историческое здание биржи (у Ростральных колонн). Мы разработали план переезда, но он оказался очень затратным. Порядка 50 млн долларов нужно было на постройку новых помещений для Военно-морского музея в Новой Голландии и 12 млн долларов на переезд. Планировали его туда перевезти.

В те годы это было неподъемно, и Анатолий Собчак передал Бирже в собственность кусок земли рядом с павильоном, в котором мы тогда располагались, чтобы построить современное здание. Так началась эпопея по строительству нового здания.

Непросто было найти соинвесторов, но все-таки процесс пошел, и в 2008 году мы переехали в новое современное здание. Собственное, что очень важно. Занимаем мы три этажа, это около 5000 кв. метров. Этого нам достаточно, чтобы организовать качественную биржевую торговлю.

— С этим зданием связана уникальная в мировой практике история, когда после его ввода заставили разобрать несколько верхних этажей...

— Это действительно было глупостью. На открытие должна была приехать Валентина Ивановна Матвиенко, и было время согласовано. И вдруг это все срывается.

— Ведь строящееся здание было видно отовсюду и уже давно...

— Оно стояло готовое уже два года. И все документы были согласованы. Просто хотели затормозить ввод здания биржи до создания Санкт-Петербургской Международной товарно-сырьевой биржи. Она зарегистрирована в Санкт-Петербурге, но работает в Москве.

Сделали нам такую рекламу, не на всю Россию, а на весь мир. Как-то по телевизору слышал, в какой-то передаче это обсуждали, и кто-то говорит: «Кто Николаеву потери компенсировать будет?». Один депутат наш, Невзоров, говорит: «За что платить? Такую рекламу Николаеву сделали, он должен еще доплатить».

Но для города это был урок, который, видите, имел действие. Не построили Охта-центр рядом со Смольным. Люди-то видят — почему в одном месте можно, а в другом нельзя.

— Каковы перспективы развития, в связи с объединением РТС и ММВБ?

— Усовершенствуем торговую систему, ищем ниши, ищем рынки для того, чтобы дальше двигаться вперед.

Поэтому на фоне объединения РТС и ММВБ — знаете, говорят, кто-то потеряет, кто-то найдет. Что-то, может быть, окажется невостребованным при такой объединенной структуре. Тут-то нам кусочек и достанется. ◻

Думаю, с акционерами не надо допускать такой вариант, какой был на РТС. Я имею в виду, когда 100% акций держали десять акционеров. Должно быть больше. У нас в ОАО порядка 260 акционеров, а в ЗАО – 420.

Геннадий Марголит
вице-президент ММВБ

Биржа-комьюнити

Теперь, когда общество вступило в информационную эру, становится само собой разумеющимся понятие «информационные инструменты»

Вице-президент ММВБ Геннадий Марголит рассказывает главному редактору журнала «Вестник НАУФОР» Ирине Слюсаревой о том, что биржа может выполнять функции социальной сети, а также о ситуациях, в которых либерал-рыночник одобряет активное вмешательство государства.

— Геннадий Ремирович, год назад вы уже рассказывали «Вестнику НАУФОР» о трудовых буднях рынка инвестиций и инноваций (РИИ ММВБ). Что изменилось с тех пор?

— Рынок инвестиций и инноваций ММВБ представляет собой трехступенчатую систему. Состояние каждой из ступеней на сегодня неодинаково.

Первая ступенька — сектор ИРК для достаточно зрелых инновационных компаний, где используются все биржевые технологии. Вторая ступень — сектор ИРК-2 (площадка частных размещений), где должны размещаться молодые компании среди узкого круга квалифицированных инвесторов. И в том, и в другом сегменте рабочие процессы уже относительно налажены. Есть убедительные примеры успешных размещений.

Сейчас основная новинка — третья ступень. Третий сегмент нашего инновационного биржевого рынка — так называемый информационный Board — это история, скорее, не про биржевые технологии, а про то, что вокруг биржи должна быть создана некая информационная среда.

— То есть биржевая площадка для размещения инновационных компаний нуждается в создании комьюнити? Неожиданный поворот сюжета...

— Что такое Board по своей сути? Это информационный инструмент для выращивания молодых компаний, которые на более поздней стадии развития будут выходить на публичный рынок.

Ведь наш проект многоярусный. С самого начала мы анонсировали, что работаем не только с теми инновационными компаниями, которые уже успели стать публичными и околопубличными, но пытаемся присутствовать на всех стадиях их жизни, включая самые ранние. Потому что если в России не работать с венчурной компанией с самого начала, то она может не появиться на свет, или ее можно потерять по дороге. Среда у нас, к сожалению, не слишком благоприятна, так что приходится этим

заниматься. К тому же важно, чтобы поток возникающих инновационных компаний шел за инвестициями на наш фондовый рынок, а не в Лондон или Варшаву.

Так вот, проект «Информационный Board» — это отчасти и есть искомая среда, помогающая становлению венчурного бизнеса. А также социальная сеть, комьюнити инноваторов, венчуристов и так далее. Только создав это комьюнити, можно пытаться делать стартапы и доводить компании до стадии рыночного размещения. Разумеется, речь не идет о том, чтобы создавать что-то заново – сейчас на этом поле несколько сложившихся ассоциаций. Но у нашего формируемого сообщества есть своя специфика — объединение по принципу подготовки к публичности и дальнейшему выходу на биржу. Поэтому один из важнейших критериев оценки компаний в борде – информационная прозрачность, готовность раскрывать информацию о себе.

— То есть ваша третья ступень — это некая виртуальная площадка, на которой все, как это принято сейчас говорить, тусуются?

— В том числе. У площадки Board разное назначение, отчасти это такой же инструмент, как, скажем, торговые системы, — там есть технологический аспект. Но есть также еще аспект профессионального общения.

— Значит, Board — это отчасти технология, отчасти среда?

— Любая биржевая или альтернативная торговая площадка — набор из ограниченного числа ингредиентов. У нее есть IT- и технологическое ядро, а также правила игры. Вокруг ядра формируется партнерский слой, есть еще сервисный. В рамках этой реальности идут два встречных потока — спрос и предложение.

Так же устроен и наш Board, в нем есть технологическое ядро. Хотя IT-составляющая здесь отличается — она не столь существенна, как у бирж, вся технология создается на базе интернет-ресурса. Правила игры, конечно, тоже отличаются. В этом сегменте происходит прежде всего экспертиза стартапов и непубличных компаний, их рейтингование, отработка способов раскрытия информации, методов раскрытия информации о компании для потенциального инвестора.

Круг партнеров тоже несколько иной, нежели у биржи: появляются инноваторы, венчуристы, бизнес-ангелы и так далее. Принципы действия биржи и board одинаковы, но есть отличия по начинке и по типу агентов.

— Вы говорили, что в ряде стран среда для венчурных компаний совсем другая — она тучная, изобильная. Похоже, что вы имеете в виду не только подразумеваемую в таких случаях Америку, но и, например, Польшу.

— Совершенно верно. Среда там действительно сильно отличается от нашей, несмотря на социалистическое прошлое. Но в Польше социализм не был столь радикален и тоталитарен, и психология у людей другая. Среда там постоянно рождает мелкий бизнес, в том числе и высокотехнологичный. Там есть длинные деньги, которые достаются венчурным компаниям, там вообще есть много такого, чего нет у нас.

— Потому что в Польше реально существует массовый мелкий бизнес?

— Там есть небольшие, но вполне прозрачные бизнесы, и существует инвесторский спрос на них. Одна из больших наших проблем — отсутствие того самого питательного бульона, который рождает мелкие компании. Но, с другой стороны, нет и спроса, который бы активизировал предложение.

— Наша с вами беседа напоминает мне сейчас разговор Воланда с Бездомным и Берлиозом на Патриарших прудах. Помните, сатана там говорит литераторам: «У вас, чего ни хватишься, ничего нет».

— Мы часть целого. Инновационный сектор вряд ли может развиваться в отрыве от всего остального.

Ситуация тяжелая. Вопрос: за что в этой ситуации хвататься? Это ведь еще и вопрос сроков. Если сидеть и ждать, когда все вырастет само собой, естественным путем, то мы очень сильно отстанем. Поэтому, несмотря на то что я по духу либерал-рыночник, тем не менее в данном случае активная позиция со стороны государства оправданна. Во-первых, государство формирует спрос на инновационную продукцию. Все эти масштабные госпроекты — ГЛОНАСС и прочие — выступают драйверами роста. С другой стороны, формируется, также при активном участии государства, сама инновационная среда, в том числе институты инфраструктуры — технопарки, бизнес-инкубаторы, особые экономические зоны. Разумеется, многое зависит от регулятивного режима. Важную роль играют институты развития, которые, кроме инфраструктурной роли, выступают и в роли инвестора/кредитора. Я имею в виду РВК, Роснано, Фонд поддержки малых предприятий (Бортника-Полякова), РосБР и др.

— Кто является вашим партнером со стороны государства на короткой и на длинной дистанции? С кем вы можете работать сейчас?

Так вот, проект «Информационный Board» — это отчасти и есть искомая среда, помогающая становлению венчурного бизнеса. А также социальная сеть, комьюнити инноваторов, венчуристов и так далее. Только создав это комьюнити, можно пытаться делать стартапы и доводить компании до стадии рыночного размещения.

— Разумеется, «Роснано» — наш основной партнер в данном проекте. Здесь, безусловно, большую роль играет руководитель данного института, который, собственно, и возглавляет Координационный совет РИИ, в который входят все профильные министерства и ведомства, а также институты развития. Конкретно по институтам развития. Если поначалу процесс вхождения в роль строителей инновационной системы происходил несколько хаотично, то сейчас между всеми игроками наметилась координация, которая материализована в так называемом «Соглашении девяти» и институтах вокруг (Координационный совет, рабочая группа).

У каждого института развития имеется своя ниша. Если взять нашу цепочку, то на ранней стадии есть фонд Бортника-Полякова, посевные фонды РВК, которые работают с совсем ранними компаниями. Затем подключаются венчурные фонды РВК, собственно «Роснано», которые входят в капитал молодой компании, РОсБР кредитует и т.п. Идея заключается в том, чтобы заработал «инновационный лифт» — он должен протащить компанию по всем стадиям роста. РИИ здесь выступает в роли венца эволюции, которая заключается в выходе на публичный рынок. И пусть IPO — не единственно возможный способ «экзита», но то, что он существует и удобен для такого рода компаний, это очень важный фактор, позволяющий развивать всю цепочку.

Но наша роль не ограничивается нишей площадки для «экзитов», мы работаем на всех стадиях цикла, хотя, разумеется, чем ближе к публичности, тем плотнее. За совсем ранними посевными стадиями мы наблюдаем краем глаза, стараясь отслеживать процессы, но уже начиная со стартапов мы подставляем наше инфраструктурно-технологическое плечо в виде информационного борда. Соответственно, на каждой стадии происходит взаимодействие с соответствующими институтами, в том числе и в рамках двухсторонних отношений, которые в большинстве случаев форма-

лизованы в виде соглашений и планов мероприятий.

Также идет активная и тесная работа с региональными органами, со многими также мы состоим в формальных отношениях, сейчас переходим от соглашений к конкретным планам мероприятий, предполагающих, в том числе, и прямую клиентскую работу с компаниями. Ну и, разумеется, мы тесно работаем с профильными ведомствами и законодательными органами как в рамках наших координационных и рабочих органов, так и в двустороннем порядке.

— А достаточно ли денег?

— Смотря для чего и на какой стадии. Некоторые эксперты считают, что государственные деньги в большом количестве мешают нормальной конкуренции, снижается качество проектов, не развивается отрасль частных фондов. Наверное, доля истины в этом есть. Но из двух зол лучше выбирать меньшее. Если есть недостаток частного спроса, то его приходится замещать государственным.

Но это все относится к венчурной, непубличной стадии жизни инновационного цикла.

Если вернуться к публичному рынку, а РИИ — это прежде всего именно публичный рынок (если не брать информборд), то здесь действительно есть определенный недостаток денег, точнее инвесторов. Известная проблема — недостаток институциональных инвесторов, пресловутых «длинных денег».

Если смотреть на наши размещения (Институт стволовых клеток, РНТ, «Фармсинтез», «Диод»), то это относительно небольшие сделки, где значительную долю предложенных при размещении акций брала на себя розница. Нас беспокоит, что если мы сейчас поставим размещения «на поток», то компании, выходящие на размещение, могут «упереться» в ограниченный спрос. Возникнет перекос со стороны предложения. Возможно, розничный «пирог» будет естественным образом расширяться за счет того, что наши продукты станут интересны большему числу инвесторов.

Кстати, социальные сети — один из элементов расширения этого «пирога».

Естественно, предложение подгоняет спрос. Интересные активы притягивают новые категории инвесторов. Институциональным инвесторам трудно входить в маленькие сделки, потому что у них существуют жесткие ограничения на параметры активов. Если на РИИ станут размещаться крупные компании, то инвесторам в них будет заходить проще. Более того, если на рынок выйдут крупные, так называемые «знаковые» компании, хорошо известные населению, то можно рассчитывать на кардинальное, скачкообразное расширение инвесторской базы. Не могу забыть пророчества Фонда общественного мнения, что в России в ближайшее время на фондовый рынок может выйти 6 млн человек. Разумеется, существует вопрос о социальных рисках. И здесь важно, чтобы на рынок выходили не несчастные пенсионеры, а именно правильные, «продвинутые» инвесторы, осознающие риски и ответственность. Как мне кажется, есть способ отфильтровать естественным путем потенциальную аудиторию, оставив только наиболее «продвинутую». Это как раз и можно сделать через так называемые «биржевые», они же «открытые», IPO, которые проводятся непосредственно через биржевую систему, и заявки собираются прежде всего через интернет-системы брокеров, а не через офисы, как это было при «народных IPO».

Разумеется, главная задача — не отсечение «неразумной» аудитории, а максимальное расширение «разумной», возможность достучаться до самой передовой и перспективной — молодежь, высокообразованные люди, короче, называя вещи своими именами — активные пользователи интернета. Данный вид размещения апробирован на небольших сделках — практически все компании в РИИ (ИСКЧ, «Диод», РНТ, «Фармсинтез») размещались подобным способом — когда заявки собираются непосредственно через систему торгов биржи и пришлюзованные к ней электронные брокерские системы; здесь же заключались первые сделки. По нашей гипотезе, если речь идет о компании-эмитенте, хорошо известном среди интернет-пользователей, вполне можно рассчитывать на достаточно серьезный приток инвесторов. Разумеется, при правильной маркетинговой стратегии, возможно, раз уж мы об этом постоянно говорим, — с использованием социальных сетей.

Сама компания также может быть довольна — еще бы, появляется новый пласт инвесторов, да еще и наиболее лояльных, которые не выпрыгнут из бумаги вслед за конъюнктурой. Что немаловажно, при такой модели размещения (розничное) наращивается лояльность потребителей основных услуг самой компании — прежде всего со стороны новых акционеров-пользователей. К тому же достигается

Некоторые эксперты считают, что государственные деньги в большом количестве мешают нормальной конкуренции, снижается качество проектов, не развивается отрасль частных фондов. Наверное, доля истины в этом есть. Но из двух зол лучше выбирать меньшее. Если есть недостаток частного спроса, то его приходится замещать государственным.

серьезный маркетинговый эффект, который носит сугубо адресный характер. Именно этим и руководствовался Google, когда проводил свое знаменитое розничное «открытое» размещение.

— А если бы у российских скальперов, кто бы они ни были, имелся свободный выход на американский рынок, не значило ли бы это, что все розничные инвесторы уйдут туда?

— Все, кто хотел, уже работают на иностранных площадках. Но это удел высокопрофессиональных игроков. Для нас все-таки критичны не скальперы, а «обычные» инвесторы, коих больше в разы. А они точно никуда не убегут — на своем рынке удобней, привычней и понятней, ну и дешевле, конечно. Разумеется, если есть подобающая инфраструктура. А таковая имеется в лице ММВБ и всей отечественной брокерской отрасли. Разумеется, необходимо постоянно совершенствоваться, чтобы не проиграть конкурентам — тем же западным биржам.

— Какие у иностранных инвесторов могут быть резоны работать на рынке РИИ, совсем новом, полном неожиданностей?

— Инвестор всегда охоч до новых инвестиционных идей. Соответственно, появление активов, новых со всех точек зрения, вызывает любопытство. Инвестор стремится максимизировать отдачу от инвестиций, и если он видит, что на конкретной площадке все работает и есть высокая доходность, то ему это будет интересно. Но для того чтобы заинтересовать иностранного инвестора, конечно, нужно многое сделать. В том числе компании-эмитенты должны следовать определенным западным стандартам — по уровню раскрытия информации, владению английским языком и так далее. Многое надо сделать в части совершенствования инфраструктуры — прежде всего в расчетно-клиринговой части.

Сейчас эмитентам пока хватает внутреннего спроса. Но в какой-то момент его может не хватить.

— На рынках СНГ можно ведь работать и без английского?

— Да, но этот рынок ограничен, по крайней мере, если говорить о спросе. Кроме спроса есть еще и предложение — то есть компании. Сейчас нас занимает вывод на наш рынок иностранных эмитентов или, скажем так, иностранных компаний с российскими корнями. Это задача нынешнего года. Как только появится такая возможность (надеемся, что это произойдет уже в апреле — заработает так называемый «прямой допуск»), мы попытаемся провести на нашей площадке пилотные размещения. Не исключаю, что это также простимулирует процесс привлечения инвесторов.

— В чем заключаются для РИИ задачи года?

— Про информборд мы уже поговорили. Он должен заработать в боевом режиме через пару месяцев.

Нужно наладить взаимодействие с институтами развития, в том числе и в клиентской части. Очень многообещающе выглядят планы с РосБР — у него сотни компаний, которые он кредитует по льготной ставке. Мы уже начали работать в части вывода компаний-клиентов РосБР на РИИ.

Кроме того, сейчас есть несколько «пилотов».

Аналогично с «Роснано» — смотрим на их «паству» (уже свыше 100 компаний), сотрудничаем с РВК, прежде всего в части размещения фондов. Это тоже интересная тема — в конце года вывели четыре фонда. Смысл — возможность расширить инвестиционную базу финансирования ранних проектов и компаний за счет биржевых инвесторов, создание возможности для плавного замещения государственных денег частными в рамках биржевого рынка.

Есть темы с Фондом Бортника-Полякова, с региональными администрациями.

В клиентской части желательно, чтобы движение было поступательным, и количество при этом не было бы в ущерб качеству. В прошлом году на размещение вышло восемь компаний. В этом году, допустим, хотелось бы видеть десять-пятнадцать компаний.

— А будет ли в ближайшей перспективе более существенный рост?

— Думаю, что будет. Не исключено, что уже в конце года. В какой-то момент может возникнуть цепная реакция. Другое дело, что момент ее возникновения невозможно спрогнозировать с высокой точностью. Опыт формирования рынка показывает, что существует еще много загадочного, не поддающегося формальной логике.

— Соответственно в сумме получится, что на площадке торгуется около двух десятков компаний?

— Даже больше! Их уже сейчас 13. Если в этом году добавится 10–15, то результат будет заметен, надеюсь.

— Если сопоставить ваши результаты с результатами польских коллег, то как они будут выглядеть?

— У поляков на New Connect торгуется уже более ста инновационных компаний, но все они — компании микрокапитализации. Средний размер сделки — порядка миллиона евро.

Сложно сравнивать наши площадки еще и потому, что на NewConnect присутствуют компании любых секторов. У нас же есть жесткий критерий — инновационность.

— Можно ли сказать, что РИИ идет своим путем?

— Конечно. Нас, правда, иногда называют «Русский NASDAQ» — пожалуй, есть некоторая аналогия. Мы тоже строим площадку для высокотехнологичных компаний, которые в перспективе станут «русскими Google и Microsoft».

Лишь бы не «русский AIM». Ничего плохого не скажу про AIM — это очень успешный проект и удачная модель. Но это площадка, сильно отделенная от основного рынка LSE, в том числе по ликвидности, и там не только хай-тек.

Мы же являемся частью ММВБ, у нас общая ликвидность с основным рынком.

— Достаточна ли законодательная база для решения стоящих перед РИИ задач?

— В целом все неплохо, но хотелось бы большего. Скажем, сейчас мы размещаем венчурные фонды, а они очень жестко ограничены в распространении информации. Это мешает. Как можно маркетировать продукт, если ты не можешь раскрывать информацию о нем? Это при том, что неквалифицированным инвесторам запрещено приобретение таких фондов. Непонятно, в чем состоит риск раскрытия. В том, что все узнают и будут ходить и завидовать?

— Какие еще интересные идеи вы сейчас рассматриваете?

— Во-первых, интересен сегмент компаний микрокапитализации. Нужно все-таки попытаться замахнуться на этот кусок. Сейчас у нас есть некоторые потенциальные «пилоты» такого рода, и нам интересно получить этот опыт. Понятно, что размещение в очень узком сегменте не является полноценным IPO, но, по крайней мере, это размещение в интересах широкого круга лиц, размещение в духе тех, что проходят на AIM. Хотя компания получает крошечную капитализацию, но тем не менее она выходит на публичный рынок, раскрывает информацию о себе, она прозрачна, и ее акции начинают торговаться.

Если опыт биржевого размещения таких компаний будет удачным, то, учитывая, что их достаточно много, мы сможем поднять целый пласт.

Эту же тему интересно отработать в части кредитования с институтами развития, например, с тем же самым «Российским банком развития». Выход на публичный рынок упрощает жизнь в части взаимодействия с объектом кредитования.

Аналогичная задача стоит и перед «Роснано» — нашим старшим партнером в этом проекте.

Про крупные компании я уже сказал ранее, когда распространялся про «биржевые IPO». Это, разумеется, не обязательно новые эмиссии. Возможен вторичный листинг компаний с формальной пропиской за рубежом, уже

разместившихся на Западе. Они могут и должны вернуться домой за ликвидностью и своей клиентской базой. Благо инструмент уже есть — российские депозитарные расписки.

— Есть ли перспективы того, что с увеличением ликвидности будет проще работать?

— Это неизбежно. Сейчас мы просто преодолеваем болезни роста. К сожалению, в отсутствие длинных денег рынок характеризуется излишней волатильностью, что также обусловлено малым размером сделки (сложно войти институциональным инвесторам), и возможности создавать более стабильный рынок практически не существует. Эту проблему можно решить путем укрупнения сделок, с одной стороны, и с другой — путем государственного стабилизирующего воздействия. Хорошо бы, конечно, замахнуться на пенсионные деньги, как это делается во многих странах мира, в том числе в Польше. Разумеется, в пределах разумных лимитов — например, до 5% на инновационные компании, исключительно в рамках публичного рынка.

— С чего мы начали, тем предлагаю и закончить. Как вы предполагаете создавать комьюнити вокруг инновационной площадки ММВБ? Как будет выглядеть процесс инкорпорирования РИИ, например с известным сетевым сервисом Фейсбук?

— Мы уже создали там аккаунт. Но задача в том, чтоб вдохнуть в него жизнь с помощью активного потока новостей. И мы собираемся заняться этим в ближайшее время. У нас отчасти появится и своя социальная сеть — профессиональная, на базе информационного Board. Капитализация ее вряд ли будет такой, как у Фейсбука, но у нас другие задачи. ◻

В интересах профсоообщества

17 марта 2011 года в Москве состоялся 7-й съезд российской организации специалистов финансовых рынков — ACI Russia

Ассоциация с аббревиатурой ACI (от французского Association Cambiste Internationale) называет себя организацией специалистов финансовых рынков. Практически это объединение людей, работающих на валютном и денежном рынках, по преимуществу дилеров и менеджеров (предусматривается исключительно индивидуальное членство).

ACI Russia — российский филиал большой международной тусовки. В ее рамках можно обсудить проблемы индустрии, в том числе вопросы валютного регулирования и рыночной этики; обменяться опытом; а также (и это существенно) получить образовательный международный сертификат.

Российская ACI — сравнительно молодая организация (существует с 2004 года), которая пока проходит период становления. Но глобальная ACI, например, выдала в 2010 году сертификаты 1500 трейдерам во всем мире. Это уже серьезные цифры, и у сообщества, имеющего подобную динамику, безусловно, должны появляться свои интересы, а также организации, которые их лоббируют.

Перед началом мероприятия организаторы дали людям возможность пообщаться в ходе работы технологической выставки компаний-спонсоров (Bloomberg, CME, ICAP EBS, ThomsonReuters, ММВБ, РТС), а уж потом перейти к официальной части.

7-й съезд ACI Russia открылся приветственными выступлениями официальных лиц Ассоциации, за которыми последовал годовой отчетный доклад президента ACI Russia Сергея Романчука («Металлинвестбанк»). Он отчитался о сделанном за год, попутно отметив, что одной из важных функций организации является популяризация рубля и локальных рублевых рынков. Затем сказал о планах на будущее: будет запущен новый сайт; появятся материалы, упрощающие подготовку к дилерским экзаменам; будет доступна сдача экзаменов на русском языке.

Президент венгерской ACI Иштван Гонди провел презентацию 50-го международного конгресса в Будапеште. Затем участникам был представлен ежегодный отчет о валютном рынке Юрия Пименова (ЦБ) (докладчик особенно подчеркнул, что доклад не выражает точку зрения Центробанка, а является «продуктом ACI»).

Затем состоялась свободная панельная дискуссия. Сергей Романчук в качестве модератора задал вопрос о валютном рынке: происходит ли на нем эволюция — или революция? И предложил обсудить новые, посткризисные условия, в которых сейчас существует денежно-валютный рынок. Большинство выступавших говорили о новом формате регулирования, выработанном (и вырабатываемом) после финансового кризиса в формате G-20. В частности, этому была посвящена подробная презентация Робина Поиндера, главы казначейских операций на развивающихся рынках ThomsonReuters.

Многих волновал вопрос о том, нужна ли внебиржевому валютному рынку такая же прозрачность и та же степень регулирования, что и рынку биржевому. Уменьшит ли реальные системные риски переход от распределенной системы рисков к концентрации на нескольких центральных контрагентах? Как в будущем будут конкурировать эти сегменты, какова роль иностранных бирж? Интересным выступлением отметилась CME (Чикагская товарная биржа), управляющий директор которой Роджер Резерфорд выступил с неожиданной позицией, заявив, что они не приветствуют тотальное перемещение всех операций на биржу, так как это может навредить рынку в целом: он за сосуществование внебиржевого и организованного сегментов рынка.

Главный менеджер по развивающимся рынкам ICAP EBS Дарил Хукер сделал свой прогноз: что касается торговли рублем на международных электронных брокерах и российских биржах, то объемы торгов должны примерно сравняться в феврале 2013 года. Вице-президент ММВБ Игорь Марич и вице-президент РТС Евгений Сердюков выразили готовность к конкурентной борьбе и рассказали о своих планах развития. Менеджер по России Bloomberg Ксения Буре рассказала о возможностях, которые предлагает в области торговли валютами их компания.

После официальной части все участники вечера смогли продолжить общение в ходе праздничного фуршета. Окончательно разошлись далеко за полночь, заодно отметив День Святого Патрика в ближайшем пабе с рядом прибывших на форум ирландских коллег.

И. С.

Фрагмент защиты

Введя дополнительные требования к квалифицированным инвесторам, законодатель одновременно значительно расширил их возможности на рынке ценных бумаг

Понятие «квалифицированный инвестор» было закреплено в Законе о рынке ценных бумаг в конце 2007 года. Появление этого института, широко распространенного в мире, было призвано открыть новые возможности для развития отечественного рынка, а также оградить неподготовленных инвесторов от более рискованных операций.

Квалифицированными инвесторами по законодательству РФ являются брокеры, дилеры, управляющие, кредитные организации, акционерные инвестиционные фонды и управляющие компании, страховые организации и НПФы, а также Банк России, корпорация «Роснано», Внешэкономбанк и АСВ. Физические и юридические лица, не являющиеся квалифицированными инвесторами в силу закона, также могут быть признаны брокером квалифицированными инвесторами, если они удовлетворяют установленным ФСФР России требованиям.

Теме квалифицированных инвесторов в России и тому, с какими проблемами встречаются брокеры, был посвящен состоявшийся в НАУФОР круглый стол, участниками которого стали: Екатерина Рябова (ООО «Дойче банк»), Дмитрий Хейло (ЗАО ИК «Тройка Диалог»), Елена Рязанова (Брокерский дом «Открытие»), Максим Прошунин (член Правового комитета НАУФОР, арбитр Третейского суда НАУФОР), Тамара Манукова (НАУФОР).

— В чем основная цель института квалифицированных инвесторов, и какие плюсы получают: брокер, работая с такими клиентами, и инвестор, являясь квалифицированным?

Максим Прошунин: Основная цель введения института квалифицированных инвесторов — это защита от рискованных операций на рынке ценных бумаг и производных финансовых инструментов наиболее незащищенного сектора, в основном физических лиц.

Дмитрий Хейло: Чтобы оградить их от приобретения финансовых инструментов без должного понимания ими принимаемых рисков.

Чтобы стать квалифицированным инвестором, надо соответствовать определенным требованиям, иметь подтверждающие документы, обратиться к профессиональному участнику с заявлением о

квалификации. В результате инвестор может расширить перечень доступных ему объектов инвестирования. При этом нужно учитывать, что в квалификации может быть отказано.

М. П.: То есть мы сразу исключаем часть физических лиц, которые в принципе не смогут покупать ни сложноструктурированные иностранные производные финансовые инструменты, ни иностранные ценные бумаги, не допущенные к публичному размещению или публичному обращению на территории Российской Федерации.

Но как показывает практика, уже квалифицированные инвесторы, которые удовлетворяют критериям, не всегда понимают экономическую и правовую суть инструментов. Ну, например, какого-нибудь «Collateralized Debt Obligation, или CDO». Инвестор понимает, что по российскому законодательству, если он вложился в облигации, то заемную (основную) сумму он обязательно обратно получит. Но он не понимает, что на облигацию типа CDO, регулируемую иностранным законодательством, это не распространяется.

— Как брокер квалифицирует клиента, это уже отработанная процедура?

Екатерина Рябова: Все просто аккуратно воспроизвели те требования, которые были в положении ФСФР России о квалификации и которые минимальны. Честно говоря, я не встречала брокера, который бы установил повышенные требования к какому-либо инструменту.

Почему еще, на мой взгляд, никто не старается предусмотреть какие-то повышенные требования — потому что

есть очень сложные продукты, которые трудно классифицировать и описать. Сейчас брокеры предпочитают квалифицировать в отношении нескольких больших групп инструментов — акций, облигаций, производных финансовых инструментов и все. Внутри этих групп нет никаких подразделений ни по сложности, ни по видам. Некоторые еще выделяют иностранные производные финансовые инструменты, иностранные ценные бумаги. А так остается набор минимальных требований, чтобы не усложнять жизнь и себе, и клиенту, а потому нет другого уровня защиты для клиента, и нет дополнительных обязательств.

А дальше возникают вопросы с фактическим подтверждением соответствия требованиям и документам, иногда чисто технические.

— С чем возникают основные проблемы?

Е. Рябова: Наибольшие проблемы, конечно, возникают с иностранцами. Необходимо пересчитать активы или средства из валюты в рубли, провести апостилирование документов, подтверждение владения бумагами.

М. П.: Могу только подписаться под Катиными словами и добавлю еще — переводы всех документов, которые необходимо представлять. Ведь вся документация должна быть на русском языке, перевод документов должен быть нотариально удостоверен. Но в принципе процедура у всех брокеров уже так или иначе отработана.

Но и что касается повышенных требований — согласен, вероятно, это не будет трендом, и требования не будут повышены. Как сказано в приказе ФСФР, нельзя устанавливать повышенные требования только к определенной категории юридических или физических лиц. Если мы установим повышенные требования, соответственно они должны будут распространяться на всех последующих, и соответственно возникает вопрос «а что делать с предыдущими?».

Тамара Манукова: Квалификация подтверждает некий уровень опыта, осведомленности. Если однажды в отношении инвестора — физического лица брокер признал, что он опытен, то в будущем инвестору уже не нужно это подтверждать.

— А если брокер с кем-то объединился?

Д. Х.: При присоединении к брокеру не должен. Проблемы действительно могут возникать, но в большинстве случаев не с самой процедурой квалификации инвесторов, а с тем, в каких случаях квалификация нужна.

Например, при совершении производного финансового инструмента между иностранным финансовым институтом и российской корпорацией. Тут необходимо ответить на ряд вопросов: является ли финансовый инструмент иностранным, нужно ли участие российского брокера на стороне российской корпорации и иностранного финансового института и, наконец, необходимо ли российскому брокеру квалифицировать своего иностранного клиента.

Общего рецепта нет, но для того чтобы максимально снизить риски, необходимо действовать исходя из положительного ответа на все вопросы.

М. П.: Нарушение требования закона: сделки с финансовыми инструментами, предназначенными для квалифицированных инвесторов, должны осуществляться через брокеров и только квалифицированными инвесторами.

— Есть ли судебная практика?

Е. Рябова: Пока что нет.

Д. Х.: Иностранные финансовые инструменты, не квалифицированные по законодательству Российской Федерации в качестве ценных бумаг, например структурные ноты или деривативы по иностранному праву, можно продавать только через брокера и только квалифицированным инвесторам.

Типичной является приведенная ситуация, когда российский эмитент делает иностранный производный инструмент с иностранным банком.

Вопрос — а надо ли иметь брокера на стороне иностранной компании? Из регулирования читается, что и эмитент и иностранный банк должны делать сделки через брокеров.

Ряд юридических фирм трактуют ситуацию консервативно и также рекомендуют квалифицировать иностранный банк.

Е. Рябова: ФСФР подтверждала, что и иностранцам нужно привлекать брокера.

Д. Х.: Вопрос, насколько это действительно нужно.

М. П.: Есть аутентичное толкование, что брокер должен квалифицировать своего клиента, то есть того, кому он будет предоставлять брокерские услуги при совершении сделок с финансовыми инструментами. Если исходить из этого толкования, то нужен брокер и там и там. Никаких нормативных исключений из этого нет.

Т. М.: Брокер заинтересован в том, чтобы самостоятельно квалифицировать клиента, иначе он будет нести риски, связанные с тем, что квалификация, присвоенная другим брокером, была проведена ненадлежащим образом.

Д. Х.: Послабление сделали только для депозитариев, которые совершают операции по счетам депо, для того чтобы зачислить депоненту бумагу, предназначенную для квалифицированного инвестора. Не сразу, но в конечном итоге ФСФР дала разъяснение, что возможно депозитариям пользоваться квалификациями сторонних профучастников.

Е. Рябова: Когда брокер совершает сделку от имени клиента, который был неправильно квалифицирован, он должен будет за свой счет приобрести у клиента ценную бумагу и возместить ему все убытки и расходы, с учетом всех рисков, включая рыночные потери, которые никакому бро-

керу, конечно, неинтересны. Поэтому брокеру легче самому проверить баланс и убедиться, что все в порядке, чем нести ответственность в размере инструмента.

Д. Х.: При совершении резидентом и нерезидентом производного финансового инструмента, который подчинен иностранному праву, важно определиться, требуется ли квалификация иностранца: с одной стороны, закон-то российский и на иностранцев не распространяется, с другой стороны, можно найти аргументы, что все-таки распространяется. Поэтому в зависимости от аппетита к рискам компании по-разному решают этот вопрос.

М. П.: Что касается иностранцев, в положении о признании квалифицированных инвесторов есть две ссылки, которые говорят о том, что необходимо квалифицировать.

Д. Х.: Вопрос в том, может ли спор по деривативу, который подчинен, например, английскому праву, быть рассмотрен в суде с применением императивных норм российского законодательства?

Известны отдельные судебные решения, когда по сделкам между нерезидентами с ценными бумагами, подчиненными иностранному праву, в российских судах применялось российское право. Но это эпизодические вещи, и говорить о том, что это сложившаяся практика, нельзя.

Е. Рябова: Есть еще одно возможное толкование закона: когда брокер совершает от имени своего квалифицированного клиента сделку с каким-нибудь иностранным банком, брокером, он совершает ее не на территории РФ. И некоторые юридические фирмы в этом случае говорят, что наш закон о рынке ценных бумаг на территории иностранных государств не распространяется. Поэтому иностранцев квалифицировать не надо, и сделка может быть совершена без участия брокера.

Д. Х.: Так вот в этом и вопрос...

Е. Рябова: Что считать сделкой на территории иностранного государства.

ФСФР как-то давала разъяснения, что когда мы совершаем сделку за рубежом, то ее не надо квалифицировать.

Т. М: Но они же вам не говорили, что означает сделка за рубежом?

Е. Рябова: Многие юридические фирмы толкуют это так: если в договоре написано «город Лондон», то сделка совершена в городе Лондоне.

М. П.: А если еще представитель клиента, то есть уполномоченное лицо, подпишет договор вне территории Российской Федерации, то это добавляет аргументов в пользу того, что сделка не в России и не регулируется российским правом.

Т. М.: Такой подход работает, когда мы говорим о деривативах. А когда мы говорим о ценных бумагах, то у ФСФР есть другой аргумент: если переход права осуществляется на территории РФ, значит, сделка совершена на территории РФ.

Е. Рябова: А иностранные кастодианы по нашему законодательству не признаются депозитариями и не регистрируют переход права собственности.

Т. М.: ФСФР считает просто: где была внесена приходная запись? В России. Дальше открываем статью 2 Закона о рынке и смотрим, что такое обращение. Место совершения сделки определяем по месту перехода права на ценные бумаги.

Д. Х.: Слова Тамары как раз подтверждают то решение, которое я упоминал. Оно было связано с компанией «Юкос», и поэтому, возможно, оно и не показательно, но имело схожую логику. Там офшоры делали сделки по английскому праву с российскими бумагами. Суд применил императивные нормы российского законодательства, поскольку сделка была тесно связана с Россией.

Т. М.: В производных контрактах действительно можно писать «место заключения договора — город Лондон», а в случае с ценными бумагами — связь с юрисдикцией очевидна.

Елена Рязанова: Мы запрашивали у нескольких ведущих иностранных консультантов заключения о необходимости квалифицировать инвесторов в данном случае, и они подтверждали, что квалифицировать надо.

Е. Рябова: …а некоторые говорят, что иностранцев можно не квалифицировать. Но они говорят это осторожно, объясняя, что это неразумно.

Т. М.: На практике получается, что инвесторы приходят к российским брокерам, наши брокеры им рекомендуют обращаться к иностранным брокерам, которые зачастую являются «дочками» наших компаний. И в случае работы через иностранного брокера автоматически пропадает необходимость быть квалифицированным и совершать сделки с инструментами, предназначенными для квалифицированных инвесторов через брокера.

Одной квалификаций не победить зла.

Институт квалифицированных инвесторов должен был защитить самых неопытных инвесторов, тех, которые не вполне понимают существо инвестиционного продукта, который они приобретают. Но в результате получилось, что даже если вы инвестора квалифицировали, это не означает, что он был опытным или стал таковым. Кроме того, сами критерии квалификации требуют существенной доработки, и в том виде, в котором существуют, неудобны как для брокера, так и для инвестора.

Д. Х.: Квалификация клиента — это лишь один из элементов защиты. Общее правило — можно предлагать клиенту только то, что он действительно понимает и в чем он действительно разбирается. Одной квалификацией нельзя «победить зло». У нас, кстати, тоже есть требование, что брокер может предлагать клиенту совершить сделку, убедившись в том, что клиент понимает риски, связанные с такого рода сделкой.

Т. М.: Более того, европейское регулирование предусматривает несколько типов квалифицированных инвесторов.

Отношение брокера к клиенту зависит даже от того факта, есть ли у инвестора финансовый консультант. Та квалификация, которая появилась в нашем праве, не решает многие из поставленных задач, а лишь отсекает самых неквалифицированных. В то же время она создает огромное количество барьеров и издержек для участников оборота при совершении ими сделок.

Е. Рябова: Взять, например, такого большого участника, как «Газпром», у которого огромные обороты и даже свое казначейство, которое занимается многими другими вещами. Они каждый год должны приносить брокеру свой баланс, и брокер каждый год смотрит, не снизились ли у них собственные средства ниже установленного уровня, после чего «ставит галочку», и только после этого они могут продолжать свои сделки как квалифицированный инвестор и только через брокера, выплачивая ему брокерскую комиссию. За что брокер им будет очень благодарен, но, в целом, для «Газпрома» это создало исключительно препоны.

Вот если говорить опять-таки только про Европу и про MiFID, там для некоторых групп инвесторов есть возможность по заявлению самого инвестора перейти в «повышенный» или в «пониженный» класс.

Д. Х.: По отдельным инструментам…

Е. Рябова: …и даже в отношении одной конкретной сделки.

У нас такой возможности нет, и тот же Газпром продолжает совершать сделки через брокера, даже несмотря на весь свой опыт.

М. П.: Что касается брокера, мне кажется, проблема брокерской деятельности относительно бумаг для квалифицированных инвесторов заключается в том, что брокер в большей степени ограничивается уведомлением о рисках. Клиент подписал уведомление о рисках, но нет для российского брокера четко прописанной обязанности донести суть данного финансового инструмента.

Д. Х.: Разве этого не хватает?

М. П.: Ну а кто разъясняет?

Д. Х.: Ну вот ты приводил пример с нотой. Клиент должен понимать, что в конечном счете он может не получить обратно тело займа. Есть некий набор существенных условий сделки, которые должны быть доведены до клиента. В постановлении ФКЦБ № 9 установлена обязанность брокера не рекомендовать клиенту сделку, не предприняв мер, направленных на разъяснение связанных с ней рисков. Может быть, от регулятора требуется прописать это более «выпукло» и в большей связи с требованиями к квалификации.

На мой взгляд, и сейчас брокера никто не освобождал от обязанности доносить до клиента информацию об имеющихся рисках.

Е. Рязанова: Но сейчас у него нет стимула делать это. Я прекрасно понимаю, что если мой клиент подписал декларацию о рисках, то я как брокер себя обезопасил. А дальше у меня есть огромная армия сейлзов, которые все это продают.

М. П.: Представим себе ситуацию, когда сейлз объясняет каждый инструмент каждому физическому лицу…

Е. Рябова: …и говорит: «это очень интересный продукт, не советую вам его приобретать!»

М. П.: Что касается самого института квалифицированных инвесторов — здесь другого мнения быть не может — это нужно. Это зарубежный тренд, мы

Читайте в одном из ближайших журналов «Вестник НАУФОР»

В начале апреля НАУФОР провела онлайн-семинар с участием ФСФР России на тему работы брокеров с квалифицированными инвесторами.

Во время семинара профессиональные участники задавали вопросы о ценных бумагах и финансовых инструментах для квалифицированных инвесторов, о видах услуг для квалифицированных инвесторов; интересовались, какова будет ответственность в случае, если контрагент по сделке, не являясь квалифицированным, совершил сделку с инструментом, предназначенным для квалифицированных инвесторов и т.д.

Итогам онлайн-семинара будет посвящена специальная публикация в одном из ближайших номеров журнала.

ему должны соответствовать в любом случае.

Но непонятна роль брокера в этой ситуации. Что касается требования, что все сделки должны заключаться через российского брокера, то какую он несет нагрузку — политическую, социальную?

Фактически брокер выполняет технические функции.

Т. М.: Суть его деятельности заключается просто в том, что он исполняет то решение, которое квалифицированный им клиент принял самостоятельно.

Д. Х.: Подожди, цель ведь какая — уведомить клиента о рисках. Клиент, придя к брокеру со своим пониманием инструмента, переосмысливает его с учетом информации от брокера, например информации о том, что может и не получить номинальную стоимость облигации обратно.

Т. М.: По идее, роль брокера как посредника в том и заключается, чтобы уведомить о рисках.

Д. Х.: Если речь идет о предложении брокера совершить сделку, тогда это требование работает. А если это инициатива клиента – вопрос не урегулирован.

Е. Рязанова: А вообще рекомендации «покупать — не покупать» — это отдельная услуга, которая отдельно оплачивается.

— Допустим, брокер придумывает какой-то интересный продукт, который возможен только для квалифицированных инвесторов, и он знает, что клиент имеет достаточно квалификации и осознает риски этого продукта. Но по формальным требованиям он не может этого клиента квалифицировать. Что делать?

Е. Рязанова: Закон запрещает предлагать неквалифицированному инвестору такие «интересные» продукты, например, иностранные финансовые инструменты или ценные бумаги, или производные, предназначенные для квалифицированных инвесторов. Инвестор должен сам прийти к брокеру.

— Как же это можно проконтролировать?

Е. Рязанова: Вопрос в другом: как инвестор узнает, что у брокера есть интересный инструмент, за которым он может прийти?

Д. Х.: Так говорим клиенту: вот мы тебе расскажем об этом инструменте в том случае, если ты будешь квалифицирован, а про обычный фьючерс можем просто так рассказать. В теории так все должно быть.

Е. Рябова: А на практике вывозят инвестора в Лондон, кормят-поят его и все рассказывают.

Е. Рязанова: Это смотря какой брокер. Основная масса все-таки идет через свои дочки, через офшоры, мало кто идет напрямую.

Е. Рябова: С иностранными ценными бумагами, кстати, не так сложно, потому что научились их покупать-продавать. Сначала была большая проблема с определением, является ли этот иностранный финансовый инструмент ценной бумагой. Когда научились получать CFI-код, все стало достаточно легко. Получили подтверждающие документы, отнесли в российский депозитарий, совершили сделку и так далее.

Пусть он это сделает через брокера

— Зачастую формальное встраивание брокера в цепочку — это вопрос недоверия к участникам процесса?

Е. Рябова: Основные проблемы у нас возникают с деривативами, другими нестандартными продуктами, где по мировой практике брокера обычно просто не бывает. И попытки его туда запихнуть приводят к искусственным конструкциям, когда приходится к простому брокерскому поручению прикладывать стандартную документацию по ISDA Master Agreement, чтобы клиент проинструктировал нас совершить сделку именно в таком виде. Очень искусственная конструкция получается.

Я вчера посмотрела еще раз закон. Хорошо, что у нас никто не догадался отдать иностранные ценные бумаги в залог. Потому что у нас даже договор залога должен…

Е. Рязанова: …идти через брокера.

Т. М.: Более того, залогодатель тоже идет к брокеру.

М. П.: И достаточно аргументированный довод клиента должен быть таков – а что ты делаешь такого, за что я должен тебе платить так много?

Е. Рязанова: Потому что без брокера ты просто не можешь сделать такую сделку.

М. П.: Тогда встает вопрос с международным финансовым центром. Мы же говорим об открытости для иностранных инвесторов. Когда приходит сюда английский банк, ему говорят: вот производный финансовый инструмент, который регулируется по английскому праву, ты английское юридическое лицо, но ты должен получить российского брокера и должен получить квалификацию, чтобы мы знали, что ты понимаешь, что это за инструмент.

Потом начинаем объяснять, что с брокером нужно заключить брокерский договор, а есть еще такая схема, как поручение или как комиссионная схема. И вот мы начинаем объяснять, что такое брокерское соглашение в соответствии с российским законодательством и т.д.

Е. Рябова: Иностранцев это вводит в ступор, так как у них совсем другое понимание агентских отношений.

Д. Х.: Плюс ко всему в соответствии со статьей 1062 ГК судебная защита по срочным сделкам с участием юрлиц предоставляется в случае, если стороной по сделке является профучастник или кредитная организация.

М. П.: Попробую предположить, что в данном случае все эти операции не обогащают российского брокера, а являются препятствием для доступа иностранных инвесторов, действитель-

но квалифицированных, у которых есть и средства, и опыт.

Д. Х.: Следует также учитывать, что в тех же США иностранная финансовая компания не может напрямую предлагать финансовые услуги обычным американским инвесторам. Она должна делать это «под присмотром» местного финансового института. Тема защиты российского инвестора от «злого иностранного банка» имеет параллели на Западе.

Одно дело, когда иностранный инвестор пришел за инвестиционными услугами в Россию, другое — когда иностранный финансовый институт пришел продавать в России свои продукты.

М. П.: Кажется, мы снова подходим к проблеме относительно российского инвестора: здесь я думаю, не должно быть двух точек зрения — конечно, российского инвестора надо защищать. Но что касается случая, когда приходит иностранец, то нам, конечно, нужно доработать законодательство. Либо распространить положения относительно квалифицированных инвесторов в силу закона на соответствующие иностранные финансовые институты. Либо сказать, что квалификация распространяется только на российских физических и юридических лиц, иностранцев это никоим образом не касается.

Если они пришли на российский рынок, они вправе сами принимать решения. Если вспомнить правило 144А США — там фактически перечислены все фонды, которые вправе покупать ценные бумаги, не зарегистрированные на территории США. Одно из требований — под управлением должно быть порядка 100 млн долларов. США особо не интересует, что будет делать нерезидент США, покупая эти бумаги. Они защищают в данном случае отечественных инвесторов.

Е. Рязанова: Это две самостоятельные остро стоящие проблемы.

Первая — это что делать с иностранцами. А второе — как квалифицировать российских инвесторов, от чего их защищать.

Мы выпускаем всех подряд на FORTS, где бывают очень страшные «залеты», и клиенты, которые приходят на этот рынок, зачастую не понимают всех рисков. При этом не даем этим же клиентам купить продукт, который имеет меньшую степень риска. Чем обычная иностранная ценная бумага, например акция Microsoft или Apple, страшнее акции российского эмитента, почему нужно иметь 3 млн средств, чтобы ее покупать?

— А если неквалифицированный российский инвестор придет к иностранному брокеру, он сможет покупать те же акции и Microsoft Apple через него?

Е. Рязанова: Легко...

— Но по крайней мере ему для этого нужно хорошо владеть английским.

Е. Рябова: Да не обязательно. Все уже есть на хорошем русском языке, и документация тоже.

— Складывается впечатление, что вся эта защита инвестора от его собственных неграмотных действий лежит где-то в другой плоскости.

Е. Рябова: Пока она защищает самых непредприимчивых. Кто действительно захочет попасть на иностранный рынок, тот попадет.

Д. Х.: Должна быть не только квалификация, а общая логика защиты российских инвесторов. Она не прослеживается до конца. Нет системы. Есть первый правильный шаг — сделали институт квалифицированного инвестора. К нему надо уточнить требования и двигаться дальше.

Надо уточнять, кого из иностранцев мы не квалифицируем, на каких условиях могут иностранцы предлагать свои финансовые услуги в России, эту мысль надо продолжить. Тогда будет законченная картина, а сейчас она фрагментарная.

Т. М.: Депозитарии у нас — неквалифицированные инвесторы...

М. П.: И быть признанными квалифицированными инвесторами депозитарии не могут.

Т. М.: Депозитарий не сможет зачислить на свой счет бумаги, предназначенные для квалифицированных инвесторов.

Е. Рязанова: А зачем ему зачислять на собственный счет?

Т. М.: У него же могут быть свои собственные бумаги.

Д. Х.: Собственные бумаги он будет через брокера зачислять.

Т. М.: Есть депозитарий, профессиональный участник с лицензией, который, по мнению законодателя, не понимает инвестиционные риски, и есть бабушка — неопытный инвестор, которая тоже не понимает соответствующие риски. Есть ли между ними разница? Представим, что оба хотят совершить сделку с бумагами, предназначенными для квалифицированных инвесторов. Разница в том, что бабушка может быть квалифицирована брокером при соблюдении определенных условий, а депозитарий в соответствии с действующим регулированием — не может ни при каких.

Еще один пример: эмитент выпускает бонды, которые предназначены для квалифицированных инвесторов. Сам он при этом квалифицированным инвестором не является. Оферта предполагает право держателя облигаций требовать от эмитента выкупа этих облигаций в определенный момент времени. Вывод: эмитент не может исполнить свои обязательства по оферте, пока не будет квалифицирован брокером. И все сделки по приобретению ценных бумаг в этом случае тоже должны совершаться через брокера.

Д. Х.: Пусть он это сделает через брокера.

Т. М.: Проблема в том, что изначально, когда эмитент делает оферту, он понимает, что не сможет ее исполнить без брокера.

Д. Х.: Но возникает вопрос: лица, которые приходят, чтобы продать, должны ли они встать на обслуживание ко мне как к лицу, которое обслуживает эмитента? Или они будут покупать через другого брокера?

М. П.: В любом случае они должны прийти к брокеру, чтобы продать, и эмитент должен.

Д. Х.: А если я брокер эмитента, тогда я собираю заявки от брокера облигационера.

Т. М.: Абсурдность ситуации в том, что лицо, которое инициировало выпуск этих сложных, «опасных» для обычных инвесторов продуктов, защищается законом от покупки этих же бумаг и может сделать это только через брокера.

— Наверное, кто-то готовит поправки в существующее законодательство?

Т. М.: Уже два с половиной года существует проект приказа ФСФР, в котором многие вопросы, в том числе касающиеся иностранных инвесторов, решаются. Правовой комитет НАУФОР рассматривал этот проект в декабре 2010 и в декабре 2009 года.

Д. Х.: И это просто два разных документа.

Т. М.: В 2009 году по итогам рассмотрения данного проекта мы направили в ФСФР замечания, год спустя получили уже почти доработанный документ, и в нем даже стояла дата вступления в силу — 1 января 2011 года. Но он так и не был вынесен для обсуждения в окончательной редакции.

— Почему?

Т. М.: Думаю, что в связи с принятием закона о предотвращении инсайда и манипулирования, закона о клиринге, ФСФР сейчас очень загружена, поскольку эти законы предполагают разработку большого количества подзаконных нормативных актов.

М. П.: Когда мы разрабатывали проект приказа, то предусмотрели такую поправку: когда дочерняя российская компания с иностранными инвести-

циями делает опционную программу, привязанную к рыночной стоимости акций иностранной «материнской» компании в рамках премирования своих сотрудников, работающих в российской компании. Сейчас получается, что вознаграждение получить нельзя, для этого необходимо квалифицировать всех сотрудников.

Е. Рябова: Да, это очень популярная схема премирования иностранной компанией своих сотрудников собственными акциями.

М. П.: Мы провели у себя маленькое исследование, получилось, что большинство сотрудников нельзя квалифицировать: не соответствуют требованиям ФСФР.

Д. Х.: Может быть, это лучше для сотрудников — пусть они деньгами получают?

Т. М.: Я говорю о формализме. Для «галочки» брокер как посредник вступает в сделку. В результате появляются лишние договоры, лишние поручения, лишние отчеты и т.п.

Честно говоря, эти нормы о бесконечном количестве брокеров и сделок немного напоминают стремление нашего законодателя, к примеру, требовать нотариального удостоверения чуть ли не каждой сделки. Достаточно посмотреть новый проект Гражданского кодекса.

А на деле низкая компетентность и высокая стоимость услуг создают серьезные издержки как для бизнеса, так и для частных лиц.

Е. Рябова: Сейчас фактически ограничили только иностранные финансовые инструменты. Да, у нас есть некие ценные бумаги, предназначенные для квалифицированных инвесторов, которые еще не получили большого распространения, например, облигации. То есть очень хорошую и простую иностранную ценную бумагу купить нельзя, но при этом российский банк или брокер может без каких-либо ограничений предложить своему клиенту ужасающе сложный производный финансовый инструмент.

Мы недавно делали сделку и в соответствии с внутренними процедурами написали клиенту целый меморандум с описанием потенциального развития событий и возможных потерь. Но это, скорее, исключение.

Т. М.: Это вы сделали для крупного клиента, у вас есть ресурсы и время готовить меморандумы для каждого такого клиента. А как решить задачу привлечения на рынок массового долгосрочного инвестора с учетом существующих барьеров?

М. П.: Получается, что российский брокер, который пускается в цепочку для квалифицированных инвесторов, фактически не несет дополнительной стоимости для российского рынка. Он в большей степени даже препятствует тем же зарубежным банкам, и более того, не дает дополнительной защиты для физических и юридических лиц.

Т. М.: Брокер как «технический» посредник в сделке не нравится нерезидентам — во-первых, это дополнительные расходы, пусть даже и небольшие, во-вторых, любой новый контрагент, договор — это новый риск. Как объяснить нерезиденту, что договор, который он заключает, по сути, не несет никакого смыслового значения и является лишь промежуточным звеном на пути к совершению сделки?

Е. Рябова: Наша материнская компания очень удивилась, увидев наш брокерский договор на 40 страницах, со всеми формами, списками, предупреждениями о манипулировании, об инсайде…

Т. М.: …печатайте седьмым кеглем.

Е. Рябова: Та же история и с брокерской комиссией: если мы как брокер заходим в сделку, которую предлагает наша материнская компания, то, естественно, не хотим брать большую брокерскую комиссию, потому что брокерские услуги — это часть всего пакета.

А попытка объяснить нашему налоговому отделу, почему в данному случае мы берем маленькую брокерскую комиссию, натыкается на их сопротивление, потому что им нужно будет объяснять налоговой инспекции, почему комиссия такая маленькая, она же не должна отличаться от других договоров более чем на 20%.

Д. Х.: Есть еще одна серьезная налоговая тема при совершении сделок с иностранцами. В целях налогового регулирования убытки, полученные по договорам, не подлежащим судебной защите, не учитываются при определении налоговой базы по налогу на прибыль организаций. А у нас в соответствии со статьей 1062 ГК судебной защите подлежат только те сделки, в которых одна из сторон — банк или профессиональный участник.

Но есть письмо Минфина, согласно которому убытки по деривативам, которые заключены с иностранными организациями в соответствии с иностранным правом и подлежат судебной защите в соответствии с иностранным правом, могут учитываться для целей налогообложения прибыли организаций.

М. П.: Сам Минфин не раз писал, что разъяснительные письма не являются нормативно-правовыми актами, но с учетом того, что Минфин России все-таки определяет налоговую политику, а риск, что ФНС пойдет по другому пути и будет противоречить Минфину как методологу минимален, то встает вопрос, а кто в судебном заседании поднимет этот вопрос. Инвестор — вряд ли, наверное, ФНС — тоже нет.

Д. Х.: Тем не менее в ряде случаев возникают проблемы с применением положений писем Минфина налоговыми органами, например в регионах.

М. П.: Получается, мы опять создаем препятствия для российских компаний хеджировать свои валютные, свои процентные риски, потому что в большинстве случаев данное хеджирование

могут предоставить только иностранные банки.

Е. Рябова: Чтобы заходжировать одним инструментом большой синдицированный кредит, у большинства российских банков не хватит капитала. А в случае сделки с иностранным банком встают налоговые вопросы и вопросы, связанные с участием в сделке брокера. Это реальные трудности, и проблемы начинаются уже с компаний среднего размера. Одна-две крупные сделки — и лимит риска на одного заемщика закончился.

Д. Х.: Думаю, что пора поправить статью 1062, тем более у нас сейчас в законе появилось определение ПФИ, поэтому можно сказать, что вообще вся эта глава не распространяется на ПФИ. Решение какое-то надо искать.

Т. М.: И честно говоря, вообще не очень ясно, почему предоставление правовой защиты напрямую зависит от наличия посредника в сделке. ◻

Виктор Коновалов
заместитель директора «Интерфакс-ЦЭА»

Рост и нефть

Рынок акций РФ в феврале вновь оказался среди лидеров роста, индексы обновили годовые максимумы

Российский рынок акций второй месяц подряд демонстрировал завидную стойкость к внешним негативным факторам, оставаясь в группе лидеров по темпам роста среди emerging markets, для которых агентство Standard & Poor's рассчитывает страновые инвестиционные индексы S&P/IFCI. Российский индекс S&P/IFCI по итогам февраля вырос на 5,6%.

Индекс РТС по итогам февраля вырос на 5,33% — до 1969,91 пункта , а индекс ММВБ прибавил в феврале 3,16%, поднявшись до 1777,84 пункта.

Таким образом, российский индекс показал третий результат из 20 фондовых индикаторов emerging markets. При этом бразильский индекс вырос на 2,8%, а фондовые индексы Китая и Индии упали на 1,5 и 2,3% соответственно. Аутсайдером месяца стал фондовый рынок Тайваня, потерявший по индексу S&P/IFCI 8,4%. Вместе с тем в лидерах роста оказались фондовые рынки Индонезии (+5,8%) и ЮАР (+6,1%).

В свою очередь индекс РТС по итогам прошедшего месяца вырос на 5,33% — до 1969,91 пункта, обновив тем самым годовой максимум, а индекс ММВБ прибавил в феврале 3,16%, поднявшись до 1777,84 пункта (также достигнув годового максимума).

Взлет и падение

Несмотря на позитивные итоги, ситуация на российском рынке акций в течение прошедшего месяца не была такой уж однозначной: здесь был и рост в первые дни месяца, и заметный провал в конце первой декады, и довольно долгий боковик, и новая волна роста в последние три дня месяца. Фактически благодаря этим трем дням (24, 25 и 28 февраля) отечественный рынок смог войти в группу лидеров роста среди emerging markets, чему в немалой степени способствовал активный рост мировых цен на нефть, достигавших в третьей декаде февраля максимальных уровней с лета 2008 года из-за дестабилизации ситуации в Ливии.

Рост отечественного рынка акций в начале февраля был обусловлен, прежде всего, спросом на нефтегазовые бумаги из-за устремившихся вверх мировых цен на нефть, которые в свою очередь отыгрывали возросшие опасения относительно возможных перебоев в поставках «черного золота» через Суэцкий канал из-за начавшихся народных

В этой статье:

Внешний фон движения рынка.

Чемпионы и аутсайдеры российского рынка.

Нефтяные цены и угроза рецессии.

волнений в Египте. Начиная с 25 января в Египте проходили масштабные акции протеста с требованием отставки 82-летнего президента страны Хосни Мубарака, который находился на этом посту около 30 лет.

Среди внутренних новостей позитивными для рынка были: публикация данных о ВВП России за 2010 год (ВВП страны вырос на 4% при прогнозе повышения на 3,7–3,8%) и решение Центробанка РФ оставить ставку рефинансирования на прежнем уровне (7,75% годовых) при повышении с 1 февраля норматива обязательных резервов для банков.

Однако данный рост был непродолжительным, и уже 3 февраля на рынке стали наблюдаться продажи российских акций, когда мировая фондовая конъюнктура ухудшилась вследствие опасений распространения народных волнений из Египта на другие арабские страны. Негативную нотку добавило и решение рейтингового агентства Standard & Poor's снизить кредитные рейтинги Ирландии, причем прогнозы по рейтингам были оставлены в списке «негативные».

При этом блок позитивной статистики из США не вызывал оптимизма на фондовых рынках из-за опасений сокращения программы количественного стимулирования.

В дальнейшем активность продавцов поддержало решение Народного банка Китая повысить базовые процентные ставки по депозитам и кредитам на 25 базисных пунктов. По оценкам аналитиков, повышение ставок в Китае может привести к ослаблению темпов роста китайской экономики и, соответственно, сокращению спроса на сырьевые ресурсы. Негативом для Европы стали данные о промпроизводстве в Германии, которое в декабре упало на 1,5% относительно ноября при прогнозах роста на 0,2%.

В четверг, 10 февраля, отечественный рынок акций растерял весь рост с начала года, индекс ММВБ упал ниже 1680 пунктов, вернувшись к уровням конца декабря на фоне негативной динамики мировых фондовых площадок. В свою очередь мировые рынки упали на опасениях, что безработица в США и усилия развивающихся стран по замедлению инфляции затормозят восстановление мировой экономики. Как заявил глава Федеральной резервной системы Бен Бернанке, выступая перед Конгрессом, уровень безработицы в США, вероятно, останется высоким в течение неопределенного времени, несмотря на самое резкое двухмесячное сокращение безработицы с 1958 года.

Боковик середины месяца

После этого российский рынок акций лег в боковик, и вплоть до 24 февраля ни одна из групп игроков — ни «быки», ни «медведи» — не могла «взять власть» на относительно продолжительный промежуток времени. Американский фондовый рынок в этот период продолжал устанавливать новые многолетние максимумы, а российский рынок акций попал под волну распродаж и вывода иностранными инвесторами средств из рискованных активов, чему в немалой степени способствовали события на Ближнем Востоке и Северной Африке.

Среди негативных новостей, поступавших в этот период из США, аналитики выделяют статистику о розничных продажах, оказавшуюся хуже ожиданий (продажи в январе выросли всего на 0,3% при ожидавшемся повышении на 0,5%), а также январские данные об импортных ценах (стоимость импорта в январе выросла на 1,5% по сравнению с предыдущим месяцем и на 5,3% в годовом исчислении, тогда как аналитики ожидали повышения на 0,8 и 4,4% соответственно). Хуже ожиданий оказались также данные по промпроизводству — в январе показатель сократился на 0,1% при прогнозах роста на 0,5%.

Вместе с тем лучше ожиданий оказались данные с рынка жилья — число новостроек в США в январе выросло на 14,6% относительно предыдущего месяца (до 596 тыс. домов в годовом исчислении), тогда как ожидался рост всего на 1,9%. Позитивными оказались и данные по деловой активности в Филадельфии (индекс вырос в феврале до 35,9 пункта при прогнозах роста до 21 пункта).

Поддержку нефтяному рынку оказывали опасения относительно перебоев в поставках топлива с Ближнего Востока, где волна беспорядков, отмечавшихся в Египте, захлестнула и ряд других стран, включая Бахрейн, Йемен и Иран (являющийся вторым по величине производителем нефти среди стран ОПЕК).

Приток капитала в фонды, инвестирующие в акции РФ и стран СНГ, продолжался 14 недель подряд.

Не редки были случаи, когда в начале торгов на рынке господствовали одни настроения, а к концу дня инициатива переходила к противоположным силам. К примеру, 22 февраля утреннее снижение вслед за Азией из-за волнений на Ближнем Востоке и пересмотра рейтинговым агентством Moody's прогноза по рейтингу Японии со «стабильного» на «негативный» сменилось к вечеру коррекцией вверх на опасениях перебоев поставок энергоносителей из Ливии (что привело к росту мировых цен на нефть), а также благодаря публикации индекса доверия потребителей Conference Board к экономике США, который в феврале увеличился до 70,4 пункта (максимум с февраля 2008 года) при прогнозах роста до 65,5 пункта.

Лишь 24 февраля рынок акций РФ продемонстрировал лучшую динамику по сравнению с другими рынками благодаря высоким мировым ценам на нефть, а также позитивной статистике в США. Локомотивом подъема выступили нефтяные акции, подорожавшие вслед за нефтью, достигшей рекордных уровней с лета 2008 года из-за опасений возможных сбоев в поставках «черного золота» в связи с дестабилизацией ситуации на Ближнем Востоке и Северной Африке (апрельский фьючерс на нефть Brent достигал 119,7 долларов за баррель, фьючерс на WTI — 103,4 доллара за баррель).

Кроме того, поддержку рынку оказали вышедшие 24 февраля в США статданные — число заказов на товары длительного пользования в январе выросло на 2,7%, а недельное количество первичных обращений за пособиями по безработице сократилось с 413 до 391 тыс., что оказалось лучше прогнозов.

В конце месяца ситуация на мировых рынках нормализовалась. Нефтяные цены после локальной коррекции вниз возобновили подъем, а инвесторы немного успокоились относительно перспектив распространения беспорядков на другие арабские страны. Коррекцию нефти вниз спровоцировали заявления Саудовской Аравии, США и Международного энергетического агентства о наличии достаточных резервов добывающих мощностей для замещения сокращающихся поставок ливийской нефти на мировой рынок.

Лидерами роста курсовой стоимости среди ценных бумаг, прошедших листинг на ФБ ММВБ, в феврале стали обыкновенные акции «Новатека» (+23,8%), группы «Разгуляй» (+21,9%), группы компаний «ПИК» (+15,3%), «Челябинского трубопрокатного завода» (+19,1%), группы «ЛСР» (+11,8%), «Седьмого континента» (+11,8%) и «ЛУКОЙЛа» (+11,2%). Заметный рост по итогам месяца показали также акции «Газпрома» (+7%), являющиеся лидерами российского рынка по уровню капитализации.

В свою очередь в лидеры падения выбились акции «ТГК-1» (-15%), АО «Синергия» (-15%), банка «Возрождение» (-14,3%), «МРСК Урала» (-11,7%), «Челябинского трубопрокатного завода» (-11,4%) и Холдинга «МРСК» (-11,2%). Слабо смотрелись также акции ВТБ, потерявшие в феврале 5,3% своей стоимости. Бумаги банка негативно отреагировали сначала на слухи о том, что госпакет из 10% акций банка может быть продан не стратегическому инвестору, а на открытом рынке. Затем «масла в огонь» подлили заявления министра финансов РФ Алексея Кудрина о том, что правительство РФ в 2011 году может продать не 10, а 20% акций ВТБ, так как продажа 10%-ного пакета, который планировалось продать еще в прошлом году, перенесена на этот год, и сейчас ищутся лучшие предложения.

Однако затем тем же А. Кудриным было заявлено, что государство в этом году намерено продать посредством публичного предложения лишь 10% акций ВТБ, что несколько успокоило рынок. К тому же информация о том, что спрос при размещении бумаг банка вдвое превысил предложение, а также

увеличение free float акций ВТБ после размещения с 14,5 до 24,5% способствовали активизации покупателей, которых прельстили привлекательные после падения цены.

Из корпоративных событий в банковском секторе аналитики также отмечают завершение сделки по покупке ВТБ пакета акций Банка Москвы, который ранее принадлежал московскому правительству. Сумма сделки по продаже ВТБ 46,48% акций Банка Москвы и 25%+1 акции «Столичной страховой группы» составила 103 млрд рублей, что было на 13 млрд рублей, или на 14,4%, больше официальной оценки стоимости проданных активов (89,99 млрд рублей).

Приток капитала в фонды

Приток капитала в фонды, инвестирующие в акции РФ и стран СНГ, продолжался 14 недель подряд. По данным компании Emerging Portfolio Fund Research (EPFR), за период с 24 февраля по 2 марта приток составил 139 млн долларов, при этом неделей ранее он равнялся 162 млн. Таким образом, с начала года по 2 марта приток капитала в фонды, инвестирующие в акции РФ и стран СНГ, достиг уже 2,118 млрд долларов.

Между тем фонды GEM (Global Emerging Markets) опять оказались в числе проигравших. Так, за последнюю неделю февраля отток капитала из фондов GEM составил 1,558 млрд долларов, а с начала года по 2 марта они потеряли уже порядка 11,046 млрд.

В целом за неделю, закончившуюся 2 марта, чистый отток средств из фондов развивающихся рынков составил 2,5 млрд долларов, превысив показатель предыдущей недели, — 1,9 млрд. Таким образом, за последние шесть недель инвесторы вывели из развивающихся рынков почти 23 млрд долларов.

«Несмотря на то что большинство инвесторов в настоящее время выходят из развивающихся рынков, их вложения

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

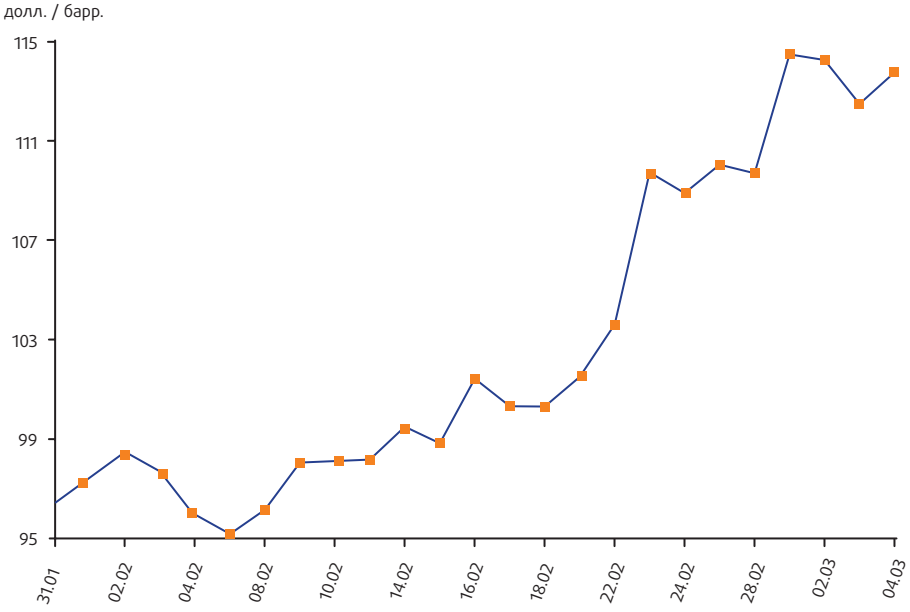
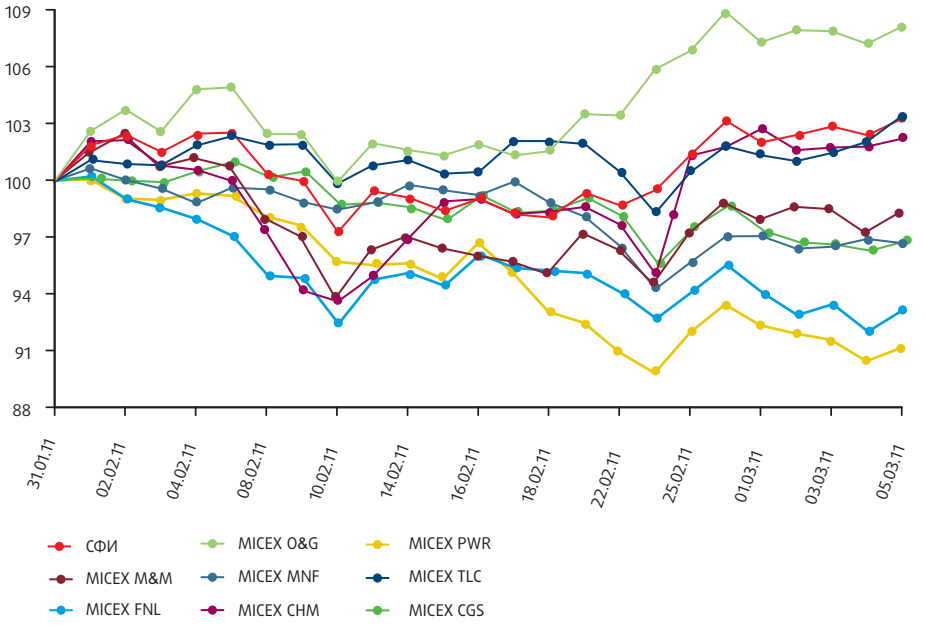


Рисунок 2. **Динамика сводного и отраслевых фондовых индексов ММВБ**



Источник: ММВБ.

в российские бумаги продолжают увеличиваться благодаря росту цен на нефть и большей вероятности повышения прогнозных показателей экономического роста и чистой прибыли российских компаний в текущем году», — считают аналитики финансовой корпорации «Уралсиб».

Согласно прогнозу Международного валютного фонда, экономический рост в странах emerging markets в этом году составит 6,5%, в развитых странах — 2,5%. Средняя доходность вложений в акции MSCI Emerging Markets в последние пять лет составила 20,7% по сравнению с 7,1% для индекса Standard & Poor's 500.

Рост цен на нефть способствовал понижению прогнозов темпов роста мировой экономики. При этом дальнейшее повышение стоимости нефти может способствовать возобновлению рецессии, говорится в аналитическом обзоре Bank of America Merrill Lynch. «Если цена на нефть превысит исторический максимум в 150 долларов за баррель и будет держаться на этой отметке определенное время, мировая рецессия становится реальным риском; при стоимости нефти в 200 долларов за баррель рецессия выглядит почти обязательной», — считают аналитики банка.

Эксперты Bank of America Merrill Lynch пересмотрели в сторону понижения прогноз мирового ВВП. Ожидания роста мировой экономики на 2011 и 2012 годах были понижены на 0,1 процентного пункта — до 4,3 и 4,8% соответственно. □

Уважаемые читатели!

Со второго полугодия 2011 года подписку на журнал «Вестник НАУФОР» можно оформить помесячно через «Объединенный каталог «Пресса России», подписной индекс 27904.

Подписаться на журнал на полгода или год можно через редакцию, отправив купон по факсу (495) 787-77-75 или связавшись с нами по тел. 787-77-74, доб. 5150 (Климова Марина).
Полугодовую или годовую подписку можно оформить также через каталог агентства «Роспечать», подписной индекс 79361.

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.

Ольга Беленькая
ИК СОВЛИНК

Неравномерное восстановление

Российский рынок и вызовы мировой экономики — оценка глобальных рисков и прогнозы в краткосрочной ситуации

Кризис заставил всерьез задуматься над тем, как изменится экономика в целом. Восстановление мировой экономики после острой фазы кризиса происходит неравномерно — развивающиеся страны меньше пострадали от кризиса и по-прежнему растут значительно быстрее развитых.

Неравномерное восстановление можно трактовать как подтверждение версии decoupling и постепенного перераспределения сил в пользу emerging markets

С одной стороны, неравномерное восстановление можно трактовать как подтверждение версии decoupling и постепенного перераспределения сил в пользу emerging markets, с другой — как продолжение несбалансированного развития мировой экономики, грозящее новым витком незавершившегося кризиса. Прогноз на ближайшие годы предполагает сокращение разрыва в темпах роста развитых и развивающихся рынков при сохранении опережающего тренда для emerging markets (EM) (рис. 1).

В развитых экономиках мы наблюдаем постепенное улучшение прогнозов роста, однако темпы роста ВВП слишком низки для возврата к докризисным уровням занятости. Консенсус-прогноз предполагает на ближайшие годы рост американской экономики на 3–4% в год, европейской и японской (до катастрофических последствий землетрясения) — на 1,5–2%.

Развивающиеся экономики растут значительно быстрее, прогнозы предполагают, что, несмотря на ожидаемое замедление в 2011–2012 годы, рост группы EM превысит 6% в год. Если рассматривать группу BRIC (рис. 2), здесь в последние годы особенно очевидно отсутствие единой динамики — в Китае и Индии рост ВВП превышает 8%, в Бразилии темпы роста экономики намного скромнее. Россия значительно хуже всех соседей по группе BRIC перенесла кризис 2008–2009 годов и также медленнее всех восстанавливается после него. При этом у России наиболее высокие показатели инфляции.

Есть основания ожидать, что меры по сокращению перегрева китайской экономики в сочетании с рекордными за посткризисный период ценами на сырье несколько сократят разрыв между темпами роста китайской и российской экономики. Эти ожидания уже частично материализуют-

В этой статье:

Общие риски для восстановления мировой экономики.

Частные проблемы экономик США, Еврозоны и Китая.

Особенности восстановления российской экономики.

ся в динамике средств иностранных фондов – почти два месяца при общем значительном оттоке средств с развивающихся рынков иностранный капитал продолжал поступать в российские акции.

Глобальные риски

Одним из ключевых рисков для восстановления мировой экономики является кризис госфинансов большинства развитых стран. Значительное ухудшение параметров бюджетного дефицита и госдолга произошло в период кризиса 2008–2009 годов, когда, с одной стороны, из-за рецессии упали налоговые доходы, а с другой — государствам пришлось увеличивать расходы для замещения сократившегося частного спроса и для спасения финансового сектора.

Наиболее уязвимой к долговому кризису рынок сейчас считает еврозону — прежде всего группу PIIGS[1], в меньшей степени — Бельгию и даже Францию. Маастрихтские соглашения предусматривают бюджетный дефицит не более 3% ВВП, госдолг — не более 60% ВВП, что очень далеко от реальности. Вместе с тем показатели долговой и бюджетной нагрузки США и Великобритании сопоставимы со странами периферии Европы. Пока рынок игнорирует их суверенные риски, но совершенно не факт, что это будет продолжаться вечно (или, по крайней мере, до того момента, как они сумеют справиться с долговой проблемой).

[1] Португалия, Италия, Греция, Испания.

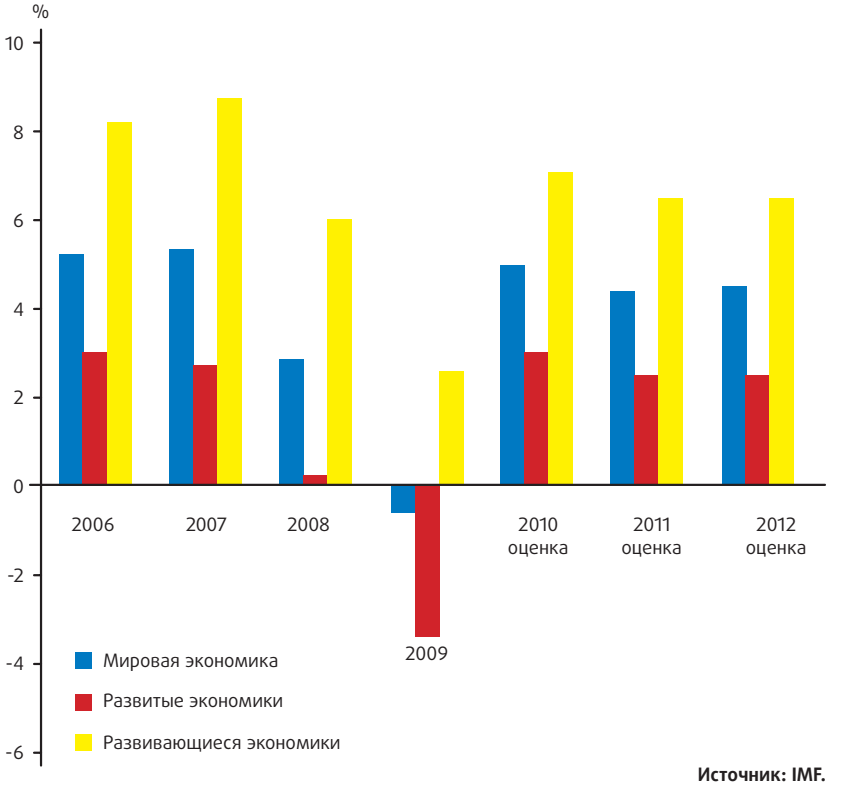
Второй фактор риска, который уже активно реализуется — сверхмягкая денежная политика центробанков развитых стран (прежде всего, США), следствием которой становится сырьевая гиперинфляция и формирование спекулятивных пузырей на рынке активов. Уже более двух лет ставки центробанков крупнейших развитых стран поддерживаются на беспрецедентно низких уровнях. Поскольку процентные ставки снижать уже некуда, дальнейшее денежное стимулирование достигается за счет так называемых программ «количественного смягчения», то есть выкупа активов. Наиболее масштабной здесь является деятельность ФРС, которая в ноябре прошлого года запустила программу QE2 на 600 млрд долларов, а ранее отработала QE 1 на 1,7 трлн долларов. Подобные программы, но в меньшем объеме используют и Банк Англии, и Банк Японии. ЕЦБ также осуществляет программы экстренного кредитования банков и выкупа гособлигаций проблемных стран еврозоны.

Следствием сверхмягкой денежной политики стал инфляционный перегрев на рынках сырья и продовольствия (рис. 3), обесценение «бумажных валют». К фактору избыточной ликвидности добавляются риски политической нестабильности на Ближнем Востоке (нефть) и последствия аномальных погодных явлений 2010 года (продовольствие). Итог — ситуация на сырьевых рынках все больше напоминает 2007 — начало 2008 года. Как и тогда, это приводит к резкому увеличению инфляционного давления (прежде всего в развивающихся экономиках), нежелательному укреплению «сырьевых» валют.

Резкий рост цен производителей происходит синхронно в большинстве стран вслед за мировыми ценами на сырье. Для развивающихся экономик инфляция, «экспортированная» из США, становится ключевым риском. Постепенно ускорение инфляции становится проблемой не только для развивающихся экономик, но и для ЕС, в то время как ФРС до последнего времени видела для США угрозы высокой безработицы и слишком низкой инфляции. Тем не менее и для США рост стоимости продуктов питания и бензина, слабо влияющий на инфляцию статистически, может привести к сокращению реальных располагаемых доходов и затормозить рост экономики. Наглядное подтверждение — последние данные Мичиганского университета о заметном снижении индекса потребительского доверия в марте, особенно индекса потребительских ожиданий на ближайшие шесть месяцев.

В отличие от центробанков развитых стран, развивающиеся экономики, пытаясь сдержать инфляцию, все более активно ужесточают денежную политику. В последние месяцы к ним присоединилась и Россия, где повы-

Рисунок 1. **Динамика восстановления мировой экономики**



Источник: IMF.

шены ставки рефинансирования и нормативы обязательного резервирования. Эти шаги в худшем сценарии могут привести к резкому торможению экономического роста в этих странах и в мире в целом.

США

Обратимся к крупнейшей мировой экономике — США, поскольку именно она в конечном итоге определяет все глобальные тренды. Здесь сигналы достаточно противоречивы. Восстановление экономики ускоряется, хотя снижение оценки роста ВВП за VI квартал с 3,2 до 2,8% вызывает определенное разочарование. Тем не менее попытки перезапустить основной двигатель американской экономики — потребительский спрос — вроде бы дают определенные успехи. Рост потребительских расходов в VI квартале достиг максимума с 2006 года, до последнего времени наблюдался заметный рост потребительского доверия и розничных продаж. Сильные показатели в корпоративном секторе – индексы деловой активности в производстве и секторе услуг находятся на многолетних максимумах, уверенно восстанавливаются корпоративные прибыли. В последнее время достаточно активно начал снижаться уровень безработицы. Есть даже определенные успехи в сокращении некоторых наиболее «кричащих» докризисных дисбалансов — заметно выросла норма сбережений домашних хозяйств, внешнеторговый дефицит растет, но ниже докризисных максимумов за счет поддержки внешнего спроса на продукцию американских компаний. Даже потребительское кредитование в последние месяцы начало расти после длительного периода делевериджа.

Однако не все индикаторы выглядят столь оптимистично. Безработица по-прежнему высока, очень высокая доля длительной (более 6 месяцев) безработицы говорит, по-видимому, о структур-

ных изменениях на рынке труда. Рынок жилья и нового строительства остается в упадке из-за избытка изъятых по дефолтным кредитам домов, а уровень дефолтов лишь немного снизился от рекордного.

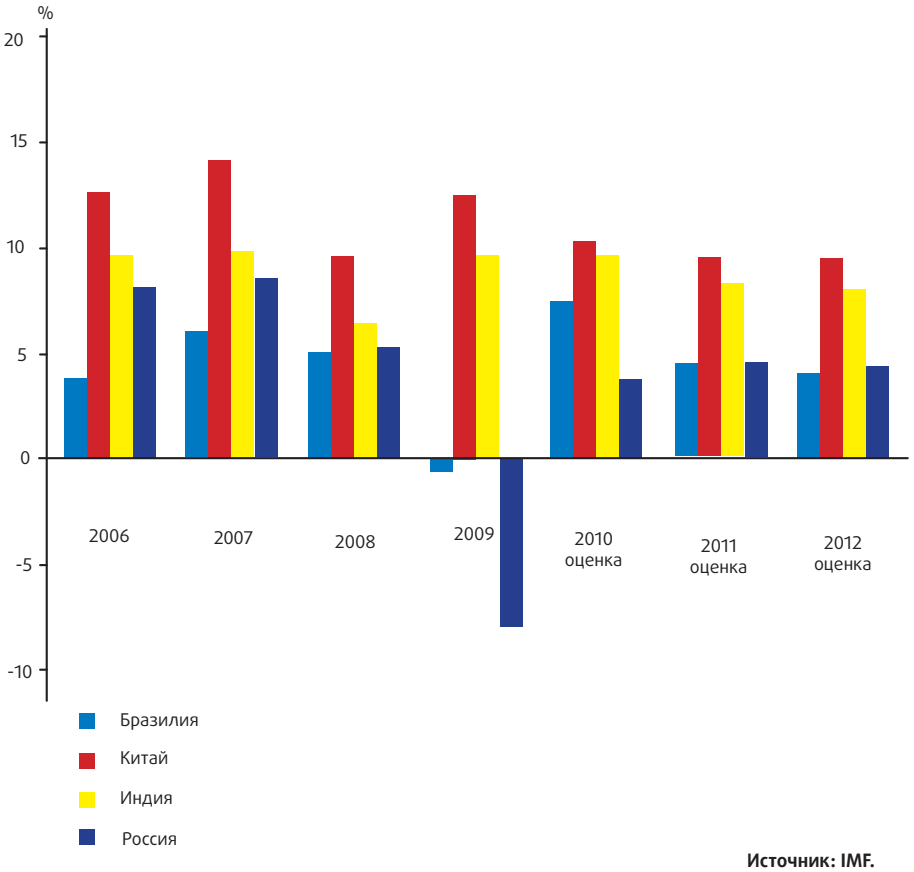
Долговая нагрузка домохозяйств остается слишком высокой, что ограничивает возможности увеличения кредитования в этом сегменте с приемлемым уровнем риска. Таким образом, основная поддержка потребительского спроса по-прежнему идет от государства — в том числе принятый в конце прошлого года пакет фискальных льгот более чем на 850 млрд долларов (продление сроков пособий безработным, снижение налогов на фонд оплаты труда, пролонгация на два года льготных ставок подоходного налога). Такой рост потребления нельзя считать устойчивым.

Риски восстановления американской экономики можно разделить на краткосрочные и среднесрочные.

Краткосрочные риски связаны с резким повышением стоимости энергоресурсов и продовольствия, что пока статистически слабо отражается на инфляции, но в действительности приводит к снижению покупательной способности населения. До последнего времени угроза дефляции в США была серьезнее, чем угроза инфляции — вследствие слабого спроса в экономике и избытка свободных ресурсов. Теперь риски распространения сырьевой инфляции на издержки компаний и потребительские цены возросли. В условиях и без того неустойчивого потребительского спроса рост инфляционного давления может подорвать восстановление экономики и даже привести к стагфляции, как это было в 70-80-е годы прошлого столетия.

Среднесрочные риски связаны с сохранением структурных дисбалансов и существенным ухудшением показателей бюджета и госдолга. Продолжается процесс деиндустриа-

Рисунок 2. **Динамика восстановления экономики стран BRIC**



Источник: IMF.

Рисунок 3. **Изменения цен на коммодитиз**

Источники: Bloomberg.

лизации американской экономики — доля промышленного сектора в структуре ВВП снизилась с 22% в 1971 году до 11% в 2009. Еще более заметен этот процесс в структуре занятости — доля занятых в промышленности упала с 24% в 1971 году до 8–9% в 2009. Это делает американскую экономику критически зависимой от импорта промышленных товаров и от притока внешнего капитала.

Государство в кризис взяло на себя часть обязательств частного сектора и поддержку внутреннего спроса, существенно ухудшив макропоказатели. Дефицит бюджета составляет сейчас около 10% ВВП. Отношение госдолга к ВВП вплотную приблизилось к 100% при среднеисторическом уровне в 60%. Кроме того, в долгосрочной перспективе серьезные опасения вызывает наличие у государства огромного объема будущих обязательств в сфере здравоохранения и социального обеспечения, финансирование которых не обеспечено налоговыми доходами — их приведенная стоимость оценивается в 45 трлн долларов, что примерно в три раза превышает уровень госдолга.

Решение о продлении пакета налоговых льгот, принятое в конце 2010 года вопреки первоначальной стратегии администрации Б. Обамы, показывает, что планы правительства по существенному сокращению бюджетного дефицита в ближайшие годы вряд ли выполнимы. Возможные последствия — снижение доверия к госдолгу США и рост ожиданий, что долговая проблема будет решаться за счет эмиссии, позволяющей «размыть» стоимость долга в результате обесценения доллара. Эти ожидания могут привести к резкому росту стоимости заимствований для американского минфина, являющейся бенчмарком для всех долговых рынков. Результат — рост корпоративных и частных банкротств, резкое замедление роста экономики или возврат в рецессию.

Китай

Китай — вторая крупнейшая экономика мира. Страна показывает феноменально высокие темпы роста экономики в течение многих лет, успешно пережила мировой экономический кризис 2008–2009 годов и сумела частично компенсировать спад экономик развитых стран. В то же время экономика Китая также весьма уязвима. Среди крупных экономик мира у Китая минимальная доля потребительских расходов в структуре ВВП и максимальная норма накопления капитала (45%). Это лишает экономику потенциально наиболее стабильного источника спроса, подвергая ее рискам формирования избыточных производственных мощностей и пузырей на рынке активов.

Следствием стимулирующей госполитики в 2008-2009 годах стало значительное ускорение банковского кредитования и роста цен на недвижимость, с которым власти пока не могут справиться, несмотря на продолжающееся ужесточение денежной политики и регулирования в сфере недвижимости. Вместе с тем есть риск, что антиинфляционные меры приведут к слишком сильному замедлению китайской экономики, что негативно отразится на сырьевых рынках.

Россия

Глобальный инфляционный сценарий в целом позитивен для российской экономики, бюджета, прибылей компаний и фондового рынка. Прибыли компаний нефинансового сектора в 2010 году довольно успешно восстанавливались после кризиса (рис. 6). Повышение цен на нефть непосредственно сказывается на сокращении бюджетного дефицита – если при заложенной в закон о бюджете среднегодовой цене Urals в 75 долларов за баррель официальный прогноз составляет 3,6% ВВП, то при допущении, что среднегодовая цена нефти составит

Рисунок 4. **Доля промышленности в ВВП США**

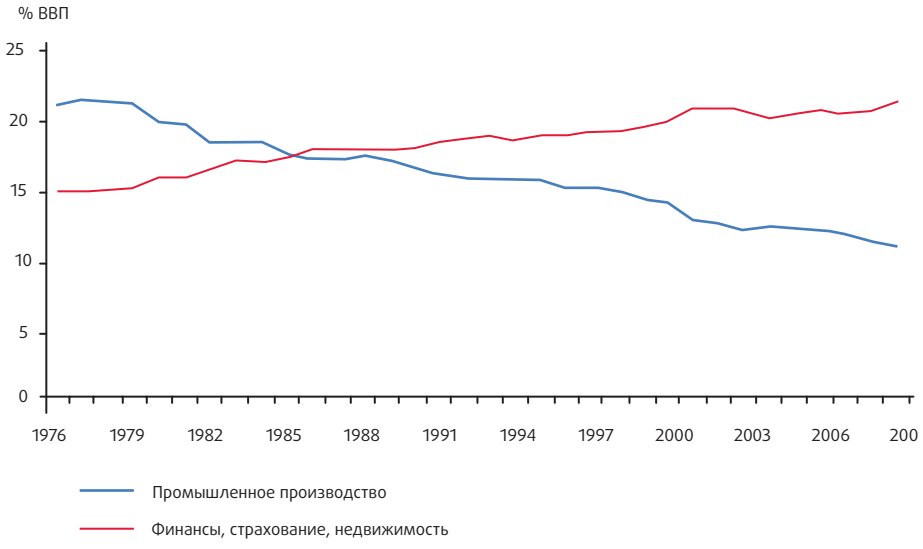
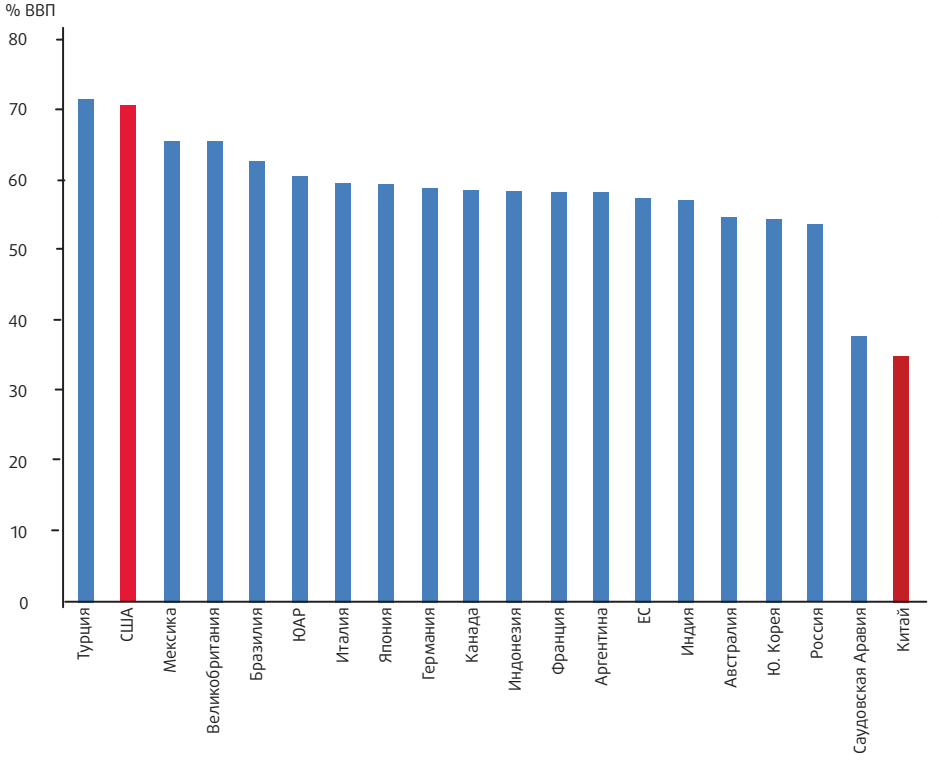


Рисунок 5. **Доля потребления домашних хозяйств в ВВП**



Источник: IMF.

90–100 долл./барр. бюджетный дефицит может сократиться до 1–2% ВВП.

Улучшается ситуация с банковским кредитованием. Со второго полугодия 2010 его рост заметно ускорился, что отражает избыток ликвидности у банков, снижение кредитных рисков и улучшение ожиданий восстановления экономики.

Реальные процентные ставки как по депозитам, так и по корпоративным кредитам вышли в отрицательную зону. Таким образом, ставки становятся все более привлекательными для заемщиков и все менее интересными для вкладчиков. Это должно способствовать ускорению кредитования и изменению модели потребительского поведения (выгоднее тратить, чем сберегать).

Между тем, несмотря на дорогую нефть, ситуация в российской экономике существенно отличается от докризисной. Рост реальных доходов населения, розничных продаж, инвестиций резко замедлился. С сентября отмечается непрекращающийся отток капитала из страны, причем ситуацию не изменили в последние месяцы ни резкое повышение цен на нефть, ни укрепление рубля, ни приток портфельных инвестиций иностранных фондов на российский рынок акций. Среди наиболее очевидных причин слабости экономики — рост налоговой нагрузки на компании, высокие риски для бизнеса, предстоящие президентские и парламентские выборы 2011–2012 годов.

Интерес к российским акциям возвращается, при этом российский рынок акций остается одним из самых дешевых. Подъем на сырьевых рынках и относительная недооцененность — факторы инвестиционной привлекательности российских акций. В то же время с начала года приток средств глобальных фондов в Россию сопровождается их значительным оттоком с развивающихся рынков на развитые, что объясняется снижением спроса

на рисковые активы и ожиданиями сокращения разрыва в темпах роста между развитыми и развивающимися экономиками. То есть Россия растет в противофазе с другими развивающимися рынками (обратная картинка наблюдалась в прошлом году).

Эта ситуация не выглядит устойчивой, но может продолжаться какое-то время (пока высоки цены на сырье).

Наиболее дешевыми по рыночным мультипликаторам на российском рынке являются нефтегазовый сектор, телекомы и электроэнергетика.

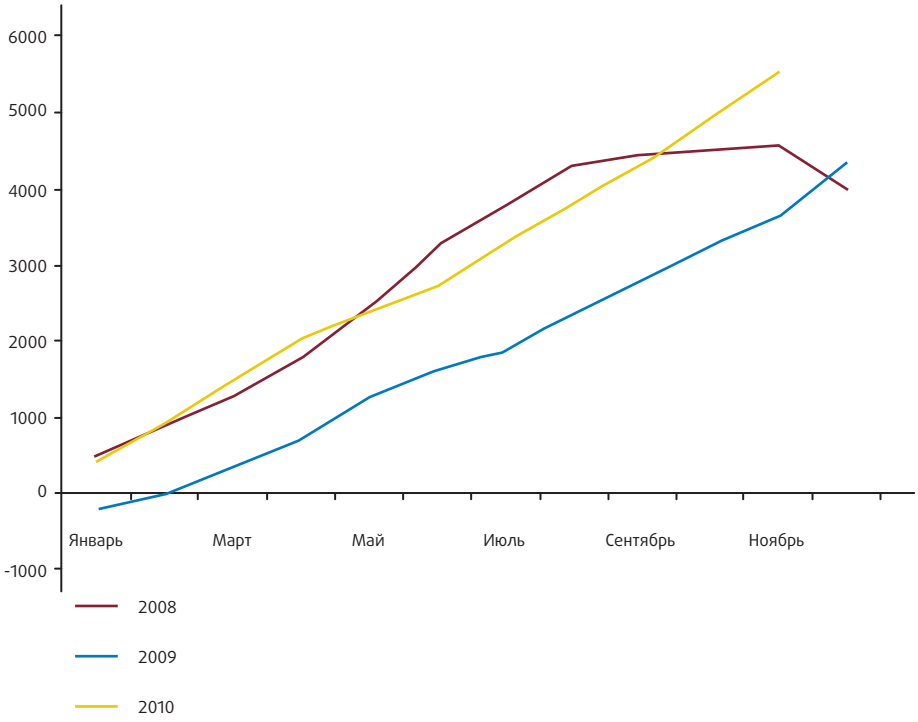
Таким образом, ситуация в мировой экономике краткосрочно благоприятна для российской экономики и фондового рынка. В то же время чем сильнее разгоняются цены на сырье, тем больше возрастает риск резкого торможения мировой экономики, что может привести к снижению спроса на сырье и непропорционально сильной коррекции сырьевых цен (поскольку биржевые цены определяются не только балансом спроса и предложения на товар, но и спекулятивными позициями финансовых игроков, что увеличивает волатильность сырьевых рынков).

Если посмотреть на ситуацию в российской экономике в более долгосрочной ретроспективе, то она выглядит далеко не оптимистично. Так, промышленность, за исключением сырьевых секторов, находится в упадке по сравнению с началом 90-х. Относительное восстановление загрузки производственных мощностей отмечается почти исключительно в секторах, ориентированных на сырьевой экспорт. По ряду позиций в машиностроении она не дотягивает и до 20–30%.

Материально-техническая база промышленности устарела. Уровень износа основных фондов в среднем превышает 45% против 35 в начале 90-х, а по некоторым отраслям выше 50%.

Средний возраст производственного оборудования в России в 2004 году превышал 20 лет (к сожалению,

Рисунок 6. **Прибыль российских нефинансовых компаний**



При избыточной доле государства в экономике России его влияние на формирование и достижение госкомпаниями социально и институционально значимых целей непропорционально мало.

более свежие сопоставимые данные Росстата недоступны) против 9 лет в 1970 году.

Доля оборудования со сроком службы свыше 20 лет превысила 50%, а сроком менее 5 лет — не дотягивает и до 10%. В 1970 году картина была прямо противоположной. В последние годы, возможно, ситуация несколько улучшилась.

Выводы

Краткосрочно ситуация умеренно благоприятна для российской экономики и фондового рынка. Основными издержками глобального инфляционного тренда для российского реального сектора является инфляция (как следствие — стагнация доходов населения, высокие издержки) и избыточное укрепление рубля.

Однако, несмотря на дорогую нефть, темпы роста основных показателей российской экономики существенно ниже докризисных, а продолжающийся отток капитала указывает на невысокую инвестиционную привлекательность нашей экономики в настоящее время. По-видимому, основные причины слабости восстановления — резкое замедление роста реальных доходов населения, высокая налоговая нагрузка на компании, высокие риски ведения бизнеса, приближающийся сезон президентских и парламентских выборов.

Раскручивание сырьевых цен увеличивает риски резкого торможения мировой экономики, что может привести к снижению спроса на сырье и непропорционально сильной коррекции сырьевых цен за счет усиления фундаментальных факторов техническими, как это происходило в 2008 году.

Можно сделать следующие выводы о среднесрочных вызовах глобальной и российской экономики.

Для *США* это чрезмерный уровень госдолга и бюджетного дефицита по отношению к ВВП. А также отсутствие внятных решений по источникам финансирования в долгосрочной перспективе необеспеченных налоговыми доходами правительственных обязательств в сфере социального обеспечения и здравоохранения, приведенная стоимость которых оценивается в 45,8 трлн долларов, то есть примерно в три раза выше текущего уровня госдолга. Это означает потенциальные риски дестабилизации долгового рынка США, что грозит тяжелым кризисом всей мировой финансовой системе и глобальной экономике.

Кроме того, продолжается деиндустриализация американской экономики. Доля промышленного сектора в структуре ВВП снизилась с 22% в 1971 году до 11% в 2009. Еще более заметен этот процесс в структуре занятости — доля занятых в промышленности упала с 24% в 1971 году до 8–9% в 2009. Это делает американскую экономику критически зависимой от импорта промышленных товаров.

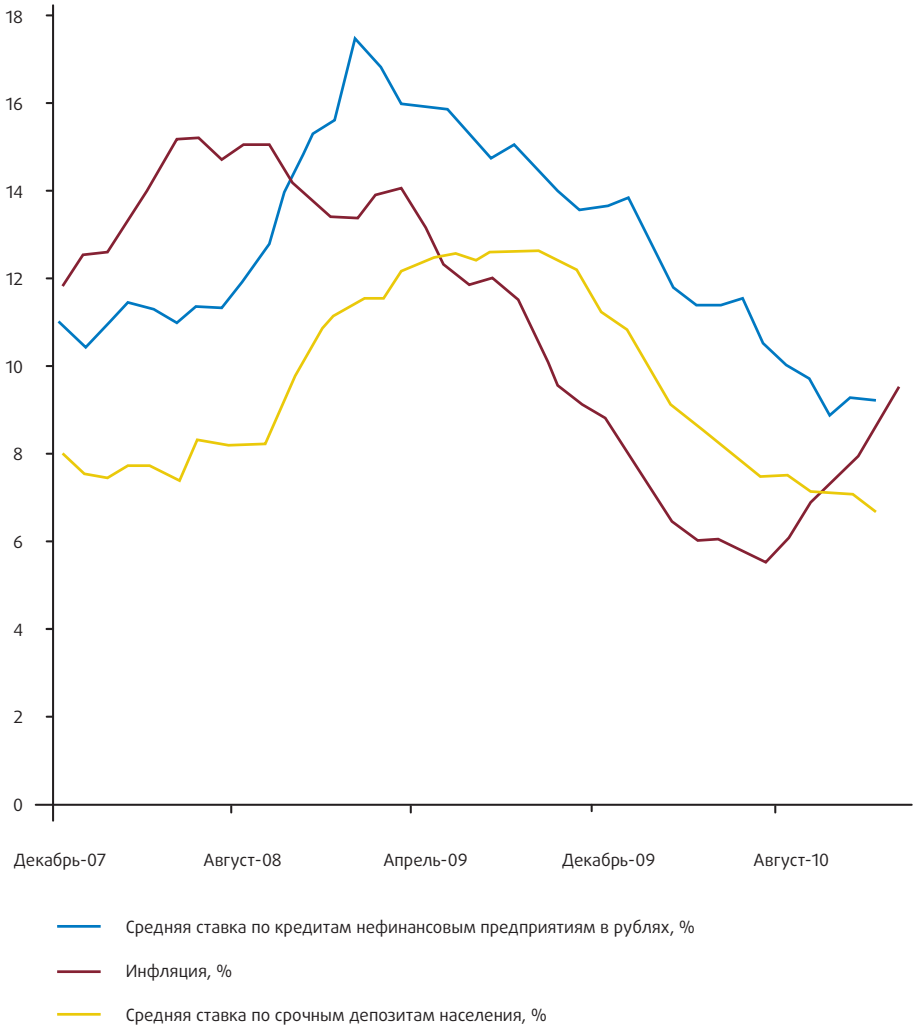
В *Европе* отсутствует координация в бюджетной политике, суверенных заимствованиях, социальных обязательствах стран еврозоны, а также механизмов, заставляющих страны соблюдать установленные ограничения (сейчас ищутся пути решения этих проблем). Еще один вызов разрыв в конкурентоспособности экономик стран центра и периферии еврозоны и болезненный путь сокращения дефицитов.

Стратегическая задача переориентации экономики *Китая* на увеличение доли внутреннего конечного потребления критически важна для стабильного роста. В ближайшие годы китайская экономика останется уязвимой к резкому сокращению внешнего спроса. Нет четкого понимания, как повлияют на экономический рост меры властей по сдерживанию инфляции и ограничению банковского кредитования. В случае резкого замедления роста Китая высоко вероятно снижение спроса и мировых цен на сырьевых рынках.

Экономический потенциал *России* реализуется слабо. Происходит примитивизация структуры экономики за счет гипертрофированного развития сырьевых секторов и низкого уровня производства в секторах с высокой добавленной стоимостью (машиностроение, химия). Не работают стимулы диверсификации экономики, создания критической массы производств с высокой добавленной стоимостью, продукция которых была бы востребована на внешнем и внутреннем рынке.

При избыточной доле государства в экономике его влияние на формирование и достижение госкомпаниями социально и институционально значимых целей непропорционально мало.

Рисунок 7. **Процентные ставки по кредитам и инфляция в России**



Александр Трегуб
начальник аналитического управления НАУФОР

Юрий Посохов
главный специалист аналитического управления НАУФОР

Такая вот история...

В 2010 ГОДУ ВОЗОБНОВИЛАСЬ ОПАСНАЯ ТЕНДЕНЦИЯ МИГРАЦИИ КАПИТАЛА ЗА РУБЕЖ

Выходит очередной обзор «Российский фондовый рынок 2010. События и факты», подготовленный НАУФОР, который рассказывает о показателях отечественного фондового рынка за весь прошлый год, изменениях законодательства и о ключевых событиях, произошедших в этот период.

К концу прошлого года капитализация внутреннего рынка акций выросла на 25% и составила 960 млрд долл., что соответствует итогам 2006 года.

Последние два года были для российского рынка ценных бумаг периодом тяжелых испытаний. Со второй половины 2009 года рынок постепенно восстанавливается после глубокого падения, и по ряду показателей докризисные уровни в прошлом году были превышены. Но итоги года в целом не демонстрируют ни полноценного динамичного роста, ни качественных изменений. По некоторым направлениям усиливаются элементы стагнации, по некоторым наметились тревожные тенденции деградации и ухода операций в иностранные юрисдикции.

В 2010 году на рынке акций произошло незначительное оживление: на 6% увеличилось количество эмитентов, акции которых обращаются на фондовых биржах, на 9% — количество выпусков акций, включенных в котировальные списки. Тем не менее рост числа долевых инструментов в 2006–2007 годы был заметно выше — до 16% в год. К концу прошлого года капитализация внутреннего рынка акций выросла на 25% и составила 960 млрд долл. (без учета РДР на акции «UC Rusal plc»), что соответствует итогам 2006 года.

Примерно 5% роста капитализации обусловил перевод акций ОАО «ТНК-ВР Холдинг» (капитализация на конец года 40,7 млрд долл.) из внебиржевой системы в список ценных бумаг, допущенных к торгам на фондовой бирже.

Соотношение капитализации и ВВП увязывает динамику рынка акций с общеэкономической динамикой. В 2006–2007 годы этот показатель вплотную приблизился к 100%, а в 2010 году составил всего 60%. Необходимо обратить внимание, что в соответствии с утвержденной «Стратегией развития финансового рынка до 2020 года» это соотношение планируется на уровне выше 100%.

На долю ОАО «Газпром» и ОАО «Сбербанк России» приходится более половины торгового оборота, соотношение торгов акциями российских компаний на внутреннем и зарубежных рынках остается на традиционном уровне 70 на 30%.

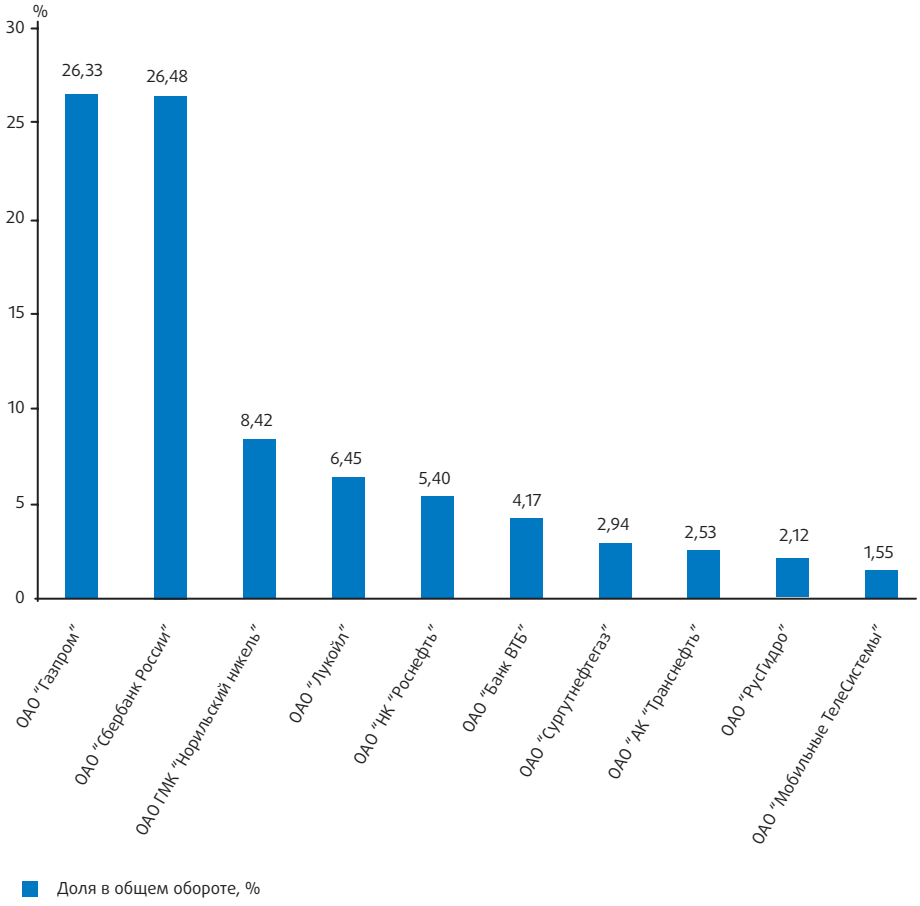
Сохраняется проблема высокой концентрации капитализации: на долю десяти наиболее капитализированных эмитентов в 2010 году приходится 60% общей капитализации, из них 16% берет на себя ОАО «Газпром» — самый капитализированный эмитент (капитализация на конец года 150,7 млрд долларов).

Объем сделок с акциями на внутреннем биржевом рынке по итогам 2010 года составил (без учета сделок РЕПО) 16,7 трлн руб., что на 5% больше, чем годом ранее, когда этот показатель достигал своего исторического максимума.

Второй год подряд наблюдается тенденция сокращения числа эмитентов корпоративных облигаций на фоне увеличения количества выпусков: количество «рыночных» (то есть участвующих во вторичном обороте) эмитентов корпоративных облигаций составило 364 компании, что на 10% меньше, чем в начале года, вместе с тем на 5% выросло количество эмиссий.

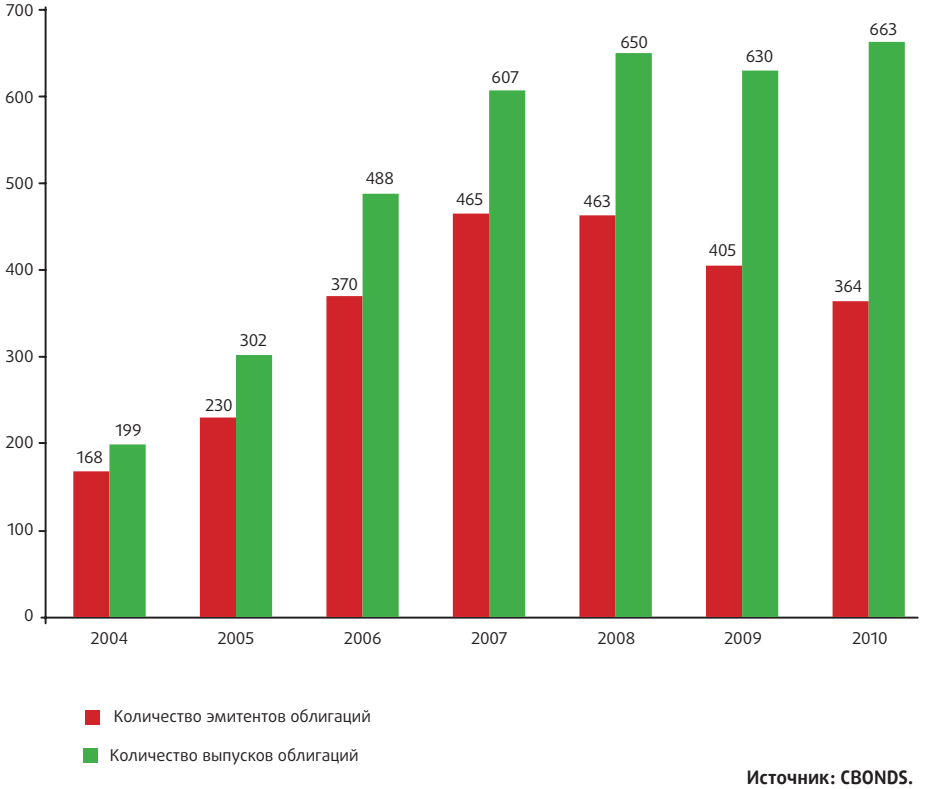
Объем корпоративных облигаций в обращении, представленных на внутреннем рынке, увеличился за год на 18% — до 3 трлн рублей. Объем биржевых размещений в 2010 году составил 855 млрд рублей, что на 7% меньше, чем в предыдущем году.

Рисунок 1. **Эмитенты, сделки с акциями которых проводились наиболее активно (по итогам 2010 года)**



Источник: ММВБ.

Рисунок 2. **Количество корпоративных эмитентов и эмиссий в 2004–2010 гг.**



Источник: CBONDS.

Суммарный биржевой и внебиржевой объем сделок с корпоративными облигациями увеличился за год на 66% и составил 6 трлн рублей, тогда как в 2007–2009 годы он оставался без значимых изменений. Доля биржевых сделок достигла 80%, что является максимальным значением с 2005 года. Впервые за последние два года отмечается резкое увеличение объема биржевых торгов корпоративными облигациями без учета сделок РЕПО: за 2010 год оборот возрос на 80%.

Несмотря на то что в 2010 году основные показатели нарушений по обслуживанию корпоративных обязательств уменьшились в сравнении с предыдущим годом, когда ситуация с дефолтами носила системный характер, в сравнении с 2008 годом и более ранними годами эти показатели остаются весьма высокими: 65 эмитентов допустили различного рода нарушения, а объем неисполненных обязательств в 2010 году составил 47,1 млрд рублей.

Инструментальная база биржевых срочных контрактов, базовым активом которых являются ценные бумаги и фондовые индексы, сократилась на 20% и составила 32 типа контрактов. Срочный рынок FORTS для этих видов базовых активов продемонстрировал циклическое поведение, тем не менее объем сделок в денежном выражении удвоился и составил 24,6 трлн рублей. Доля опционов снизилась до 5% оборота. Объем открытых позиций фьючерсов на рынке FORTS к концу года увеличился на 64% и составил 77 млрд руб. Объем открытых позиций по опционам вырос на 123% и достиг 78 млрд рублей. Срочный рынок ФБ ММВБ продемонстрировал резкий рост: по итогам года объем сделок со срочными контрактами, базовым активом которых являются ценные бумаги и фондовые индексы, в денежном выражении увеличился в семнадцать раз и превысил 1 трлн рублей.

Третий год подряд снижается количество эмитентов акций и облигаций на организованных рынках. Первичные размещения только на российских биржах в 2010 году провели восемь компаний. Все они привлекли при этом около 1 млрд долларов. По имеющимся оценкам, 11 российских компаний провели в 2010 году первичные размещения общим объемом около 2,2 млрд долларов.

В 2010 году возобновилась опасная тенденция — размещение бумаг компаний, имеющих активы в России, на зарубежных рынках через специально созданные в иностранных юрисдикциях компании.

Увод с российского рынка потенциально торгуемых активов был временно пресечен российским регулятором фондового рынка в 2005 году после IPO на 598 млн долл. на Лондонской фондовой бирже компании Pyaterochka Holding N.V, зарегистрированной в Нидерландах, но имеющей подавляющую часть активов в России. В 2010 году компания «Русал» провела IPO на 2,2 млрд долларов не в России, а через холдинговую компанию «UC Rusal plc» на биржах в Гонконге и Euronext. Вскоре состоялось размещение Mail.ru Group на Лондонской фондовой бирже на 1 млрд долларов.

Темп роста количества частных инвесторов, оперирующих на ФБ ММВБ, резко снизился и составил всего 4% — к концу года их число достигло 713 тыс. Число активных инвесторов в течение года было подвержено значительным колебаниям, но на медианном уровне осталось без изменений — 104 тыс. человек.

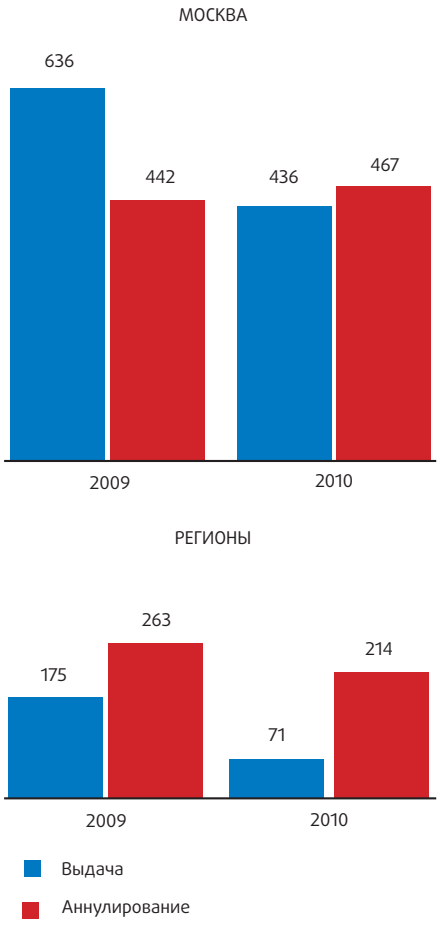
Второй год подряд в среднем на 10% в год сокращается вся индустрия посредников – профессиональных участников рынка ценных бумаг. Особо заметно сокращение количества рыночных посредников в регионах страны.

По итогам 2010 года в России насчитывается 1522 организации, имеющие те или иные лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг, из них около 35% являются кредитными организациями.

Среди всех профучастников 93% — брокеры, дилеры, доверительные управляющие, 67% из них расположены в Москве.

За год были выданы лицензии брокера, дилера или доверительного управляющего 213 компаниям, аннулированы такие лицензии у 283 компаний. Усиливается концентрация посредников в столице: в Москве выдано лицензий не намного больше, чем аннулировано, в регионах аннулировано в три раза больше лицензий, чем выдано. Две трети лицензий аннулированы по заявлению самих профучастников.

Рисунок 3. **Выдача и аннулирование лицензий на брокерскую, дилерскую и деятельность по управлению ценными бумагами**



Рассчитано по данным ФСФР.

Красный Октябрь
На биржу

Ирина Слюсарева
главный редактор «Вестника НАУФОР»

Стрелка показывает на биржу

Биржевики и венчуристы обсудили перспективы развития российского технологического сектора. В том числе биржевые

В московском центре «Digital October» (занимается технологическим предпринимательством) состоялась конференция «Технологические биржи России и Запада: как привлечь инвестиции в российские инновации?». По предварительным прикидкам, привлечь ресурсы в инновационные бизнесы можно. Вроде бы.

Центр «Digital October» совсем недавно открылся на стрелке, образованной течением реки Москва и Водоотводным каналом. Изначально построенный там в начале позапрошлого века статный красавец-комплекс (20 зданий темного красного кирпича, ни одно не похоже на другое; автор — архитектор Александр Михайлович Калмыков) предназначался фирме «Эйнемъ; товарищество паровой фабрики шоколада, конфекть и чайных печений». После революции фабрику у Эйнема отобрали, переименовав в «Красный октябрь» (вкус, знакомый с детства). Но несколько лет назад Стрелку приобрел известный предприниматель Александр Мамут и опять приспособил для бодрых нужд российского капитализма. Теперь там центр интеллектуально-развлекательной жизни большого города: редакции интернет-изданий, галереи, клубы, рестораны, а также Институт медиа, архитектуры и дизайна и много чего еще. Центр «Digital October» как площадка для обсуждения проблем технологического предпринимательства вписался в расклады продвинутого острова вполне органично.

А развитие в России технологических бирж — вполне себе тема для подобной площадки.

Хотя началось мероприятие с речей коллег из Америки, а именно презентации г-жи Дженнифер Росберг, вице-президента биржи NASDAQ OMX. Никто не спорит, NASDAQ — это крупнейшая технологическая биржа мира. Однако в профессиональном российском сообществе вроде бы наметился некоторый консенсус относительно того, что финансовый рынок желательно иметь собственный.

Поэтому, когда роль докладчика перешла к вице-президенту отечественной биржи ММВБ Геннадию Марголиту, камеры журналистов новостных каналов застрекотали более активно, а в

Инновационная продукция в структуре отечественного ВВП составляет 11%, что не так плохо. Но государству хотелось бы уже к 2020 году выйти на показатель 20%.

зале прибавилось слушателей. Спикер представлял Рынок инвестиций и инноваций ММВБ.

Цель рынка РИИ, сказал г-н Марголит, состоит в том, чтобы наладить диалог биржи с рынком и государством, а в результате создать среду, которая помогала бы молодым инновационным компаниям получать необходимое инвестирование. Инновационная продукция в структуре отечественного ВВП составляет 11%, что не так плохо. Но государству хотелось бы уже к 2020 году выйти на показатель 20% (проект стратегии Минэкономразвития). Для достижения этой цели предстоит сделать больше, чем было сделано, — честно признал докладчик.

Тут г-н Марголит коротко описал сделанное: на ММВБ торгуется 13 компаний, обороты торгов растут. Причем чем ближе конкретная инновационная компания к обретению публичного статуса, тем больше участвует в ее судьбе биржа РИИ (как часть биржевой группы ММВБ). Совсем скоро будет запущен еще один биржевой сегмент (так называемый борд), который будет помогать компаниям на самых начальных стадиях работы, и тогда заработает вся цепочка подготовки инновационной компании к выходу на публичный рынок.

Администрация Москвы, — сказал г-н Марголит, — выявила существенно более 1000 инновационных компаний только в столице. В определенной пропорции эти компании будут выходить на рынок. Есть еще немосковские инновационные бизнесы, есть иностранные бизнесы с российскими корнями — на бирже ждут их все. Таким образом, ожидания РИИ состоят в том, что в ближайшие 3–5 лет на биржу смогут выйти 100–150 компаний.

Способна ли принять такой поток сама биржа? Ответ вполне утвердительный. ММВБ — высокотехнологичная электронная площадка, в свое время она уже реализовала такой, например, передовой (тогда) проект, как интернет-шлюз, который существенно демократизировал рынок и привлек широкие слои розничных инвесторов. Сейчас ММВБ внедряет мобильные платформы и по-прежнему стоит на самых передовых рубежах биржевого дела.

Важнейший фактор для биржевых торгов — ликвидность, но и здесь все неплохо. ММВБ имеет 60% объема биржевых торгов российскими долевыми активами, а все прочие торговые площадки (западные, в том числе) — 40% совокупно. Причем это не значит, что на ММВБ торгуют лишь скальперы: крупные пакеты тоже могут быть абсорбированы этим рынком. Соображения о том, что вся ликвидность по российским активам сосредоточена в Лондоне, — миф. Хотя, оговорился докладчик, после кризиса доля иностранных инвесторов на ММВБ несколько снизилась. Также имеет место нехватка институциональных инвесторов.

Однако на ММВБ зарегистрировано 750 тысяч розничных инвесторов, а по оценкам ФОМ, потенциально в РФ может появиться 6 миллионов биржевых инвесторов. Это серьезная цифра. Кроме того, среди тех иностранных фондов, которые уже сейчас инвестируют в Россию, 74% используют российскую инфраструктуру. И российское биржевое сообщество рассчитывает, что создание центрального депозитария, которое становится реальным, скорее всего, будет работать на улучшение этого показателя.

Что же касается отечественных эмитентов, то им следует иметь в виду, что для небольших российских компаний размещение на ММВБ обходится в 1,5 раза дешевле, чем в Лондоне; а среднемесячные объемы торгов уже разместившихся на ММВБ компаний существенно выше, чем на зарубежных площадках.

При заключении сделок используется торговая система ММВБ. Это дает эмитенту возможность обратиться сразу к самым широким слоям розничных инвесторов, которые являются клиентами российских брокеров, то есть провести так называемое «open IPO». Причем в принципе эта технология может быть экстраполирована на более крупных эмитентов. На ММВБ есть соответствующие технологии, есть инвесторы, есть ликвидность. А количественная недостаточность отечественных институциональных инвесторов может быть отчасти скомпенсирована институционалами-иностранцами.

Он отметил, что ведущими высокотехнологичными биржевыми площадками на сегодня по-прежнему остаются NASDAQ, LSE и NYSE. Но ликвидность смещается в сторону торговых площадок Юго-Восточной Азии. Ситуация на западных биржах при этом стабильна, число компаний, выходящих на биржевой рынок, растет. Но на китайские и индийские площадки также выходит все больше бизнесов, причем рыночная капитализация бирж региона ЮВА тоже растет. За истекшие десять лет она выросла с 16 до 21%. Биржевые обороты также увеличились с 10 до 23%.

Что же касается отечественных эмитентов, то им следует иметь в виду, что для небольших российских компаний размещение на ММВБ обходится в 1,5 раза дешевле, чем в Лондоне; а среднемесячные объемы торгов уже разместившихся на ММВБ компаний выше, чем на площадке NASDAQ OMX.

Не стоит забывать и того, что сейчас появились механизмы выхода на российский биржевой рынок иностранных ценных бумаг — как через депозитарные расписки так и в рамках прямого допуска. И эти механизмы востребованы. Скажем, компания «Русал» первоначально разместилась на бирже Гонконга, но сейчас идет процесс перетекания торгов ее депозитарными расписками (РДР) на российскую площадку — ММВБ.

Таким образом, — закончил г-н Марголит, — мы уверены, что у России могут быть перспективы и помимо сырьевых.

Ликвидность и инвесторы

Следующий докладчик, генеральный директор агентства «Интерфакс Бизнес Сервис» **Станислав Мартюшев**, в своем выступлении сравнивал ликвидность и инвесторскую базу различных биржевых площадок.

Фондовые рынки отражают состояние экономик, а экономики азиатских стран растут.

Примечательно при этом, что в Китае 80–83% компаний выбирают для размещения национальную биржу. Компании Тайваня, Южной Кореи, Индии тоже выходят по преимуществу на отечественные площадки. Это относится как к традиционным, так и к высокотехнологичным компаниям. Но следует учитывать, что сегмент новой экономики предлагает инвесторам больше молодых и перспективных компаний, которые растут быстрее. В компаниях, относящихся к сегментам интернет-технологий, биотехнологий, инновационных телекомов, коэффициент P/E находится в диапазоне 25–30.

При этом Китай, — заметил докладчик, — входит в топ-5 стран, инвестирующих в компании новой экономики. А вот Россия в них вкладывает мало. Важно понимать, что объемы работающих на ММВБ инвесторов уже позволяют запустить ликвидный вторичный рынок здесь, в Москве.

Кроме того, в России, — заметил докладчик, — следует создать сектор индексного инвестирования. В западной практике инвестиции в индексы составляют 20%. Совершенно очевидно, что если их нет, то эмитент лишается пятой части своей акционерной базы. Приходя на определенную биржевую площадку, инвестор смотрит также на развитость рынка производных финансовых инструментов, который дает возможность хеджироваться и строить сложные торговые стратегии. В этом смысле, — сделал вывод г-н Мартюшев, — предстоящее объединение ММВБ и РТС увеличивает шансы российского организованного рынка на успешное развитие.

Тему взаимосвязи роста компаний и поиска инвестиций через биржу развил генеральный директор компании «Институт стволовых клеток человека» **Артур Исаев**. 75% биотехнологических компаний, — сказал он, — работают в США. При этом 33% инвестиций в них осуществляется за счет IPO/SPO. То есть биржевое размещение — один из драйверов рынка биотехнологических компаний. Для доткомов и телекомов цифры инвестиций, привлеченных через биржу, еще больше. Но поиск капитала — наименьшая из проблем, решаемых за счет биржевого размещения акций. Публичность дает компании дополнительные возможности, помимо денег. Далее докладчик доказательно пояснил свою мысль, подробно рассказав об опыте размещения возглавляемой им компании.

Публичность, — подытожил г-н Исаев, — это определенное конкурентное преимущество. Для инновационных компаний, выходящих на публичный рынок, также очень важен доступ к информационным ресурсам (чтобы разъяснять суть собственного

России сейчас нужны «умные» деньги, долгосрочная логика инвестирования, культура серийного предпринимательства. Нужна конкуренция!

бизнеса), ну и, конечно, развитое законодательство.

Управляющий директор московского офиса компании McKinsey&Company **Ермолай Солженицын** в своем докладе остановился на взаимосвязи таких факторов, как производительность труда и конкурентоспособность. Всем ясно, что развиваться следует за счет увеличения доли продукции с высокой добавленной стоимостью. Но, относясь к группе развивающихся (а отнюдь не развитых) стран, Россия может идти к этой цели, скорее, путем так называемого догоняющего развития, — сказал он. Следует также понять, какие именно отрасли отечественной экономики могут быть прорывными. И кроме того, учитывать, что никто внешний не купит никакие новые технологии прежде того момента, когда они докажут коммерческий смысл у себя на родине.

Конкурировать!

На последних словах г-на Солженицына спины сбежавшихся телеоператоров практически заслонили зону, в которой находились спикеры. Хорошо, что в зале действовали видеопанели. Они-то и отразили (крупным планом) лица вошедших: то были гендиректор корпорации «Роснано» Анатолий Чубайс, президент ММВБ Рубен Аганбегян, президент IBS group Анатолий Карачинский, депутат Государственной думы Лиана Пепеляева и председатель совета директоров Группы RU-COM (а также бывший заместитель Чубайса по РАО «ЕЭС») Михаил Абызов.

Вошедшие были заявлены в программе как участники дискуссии о перспективах российского технологического сектора. И словесная рубка началась практически сразу. Какое-то время она шла несколько сумбурно, по разным направлениям сразу. Г-н **Карачинский** несколько раз упоминал о необходимости системного исследования инновационного рынка на предмет выявления помех; г-жа **Пепеляева** кратко обрисовала ситуацию с профильным законодательством; г-н Чубайс сообщил, что в кризис корпорация «Роснано» ощущала спрос на капитал, генерировавшийся, в том числе, из Силиконовой долины — и тут же был перебит вопросом, зачем, собственно, возглавляемая им российская структура инвестирует в Силиконовую долину, расположенную известно где.

Инновации, — продолжил разговор г-н **Абызов**, — это не только институты, но также состояние общества. Проблема № 1 — качество государственного администрирования.

— Наезд? — встрепенулся г-н **Чубайс**.

— Частник принимает простые решения по понятным мотивам, — продолжил свою мысль г-н Абызов. — Государство создает (в области инновационных технологий. — *И. С.*) сложные структуры (типа РВК, Сколково, «Роснано»), где логика инвестирования искажена. Им присуща, с одной стороны, боязнь риска. А с другой стороны, некоторая ковбойская легкость решений. Все это можно назвать «неумными деньгами». А России сейчас нужны «умные» деньги, долгосрочная логика инвестирования, культура серийного предпринимательства. Нужна конкуренция!

— Давай закроем тему конкуренции, Миша? — предложил г-н **Чубайс**. — «Роснано» — это институт развития, работающий на рыночных принципах. Да, мы инвестируем не мои личные деньги, а государственные, и это исправить невозможно. Но значит ли это, что государство не должно инвестировать в инновации? Государственные деньги уже привлекли в отрасль частных соинвесторов, и завести эту машину можно лишь таким способом.

— Хочу затронуть немного иную тему — о том, что делиться надо, — вступил в дискуссию президент ММВБ **Рубен Аганбегян.**— Если мы хотим вовлечь (в создание инновационной среды. — *И. С.*) все население, а не только элиту, то должна пройти стадия дележа с населением продуктами инновационных технологий через различные механизмы. Речь не о том, что на полках магазинов появятся нанопродукты (в зале засмеялись). Вот у финской компании Nokia сейчас имеются определенные проблемы, так за нее переживает вся страна. Почему? Потому что финны — ее массовые акционеры.

Что же касается отечественных эмитентов, то им следует иметь в виду, что для небольших российских компаний размещение на ММВБ обходится в 1,5 раза дешевле, чем в Лондоне; а среднемесячные объемы торгов уже разместившихся на ММВБ компаний выше, чем на площадке NASDAQ OMX.

Мы уже пытались один раз вовлечь население страны в похожие сюжеты через ваучерную приватизацию, но не получилось. (Тут г-н Аганбегян улыбнулся г-ну Чубайсу, а в зале дружно захохотали). Механизмы такого типа надо создавать опять, — чтоб они жили в стране, в каждом из нас.

— России остро нужна стратегия целостного инновационного развития, — подытожил г-н **Чубайс**. — В действующем правовом поле нет организационно-правовой формы для стартапов. Именно поэтому они уходят в офшоры. Инновационным компаниям нужна организационно-правовая форма, а также инвестиции.

Спикеры сошлись на том, что крайне важно обозначить в оборонном заказе инновационную компоненту. И что главное для обеспечения инновационного пусть не прорыва, но движения — это честная конкуренция и долгосрочные правила игры.

А также инвестиции, конечно.

***

Итак. Мысль о том, что драйвером инновационного развития (так необходимого сейчас России) являются инвестиции, в ходе конференции неоднократно повторялась.

А логичный путь привлечения инвестирования — выход компаний новой экономики на биржу.

Биржа ММВБ сейчас активно занимается строительством площадки для выхода на публичный рынок именно маленьких и средних инновационных компаний. Промышленным монстрам никто (на самом-то деле) не сможет запретить воспользоваться для привлечения капитала площадками Лондона, Гонконга или США. Лоббистский ресурс у них достаточен для того, чтобы миновать регулятивные барьеры. Но для российских компаний малой и средней капитализации, казалось бы, даже нет особого выбора: проводить первичное размещение акций за границей дороже, там возникает масса проблем юридического, организационного, даже просто языкового толка. А своя, российская биржа — вот она, рядом. Приветливо светит окнами и внятно зовет эмитента к себе.

За чем же тогда дело стало?

При взгляде из окна центра «Digital October» доказательства созидательной силы российского капитализма сами бросаются в глаза. Убитая промзона советского образца стремительно трансформируется в стильную industrial-площадку. Глядят в воды канала умытые окна; паркуются машины эргономичных очертаний; горят симпатичные вывески. А на лестничной площадке молодой венчурист держит за пуговицу самого Карачинского, вовлекая его то ли в спор, то ли в финонсирование проекта.

На этом позитивном фоне хочется верить в хорошее. В то, что умные люди вполне способны осуществить толковые идеи. Что направленное выращивание венчурных бизнесов — реализуемый проект. И что за инвестициями отечественные инновационные бизнесы придут на российскую же биржевую площадку.

Но ведь не факт. ◻

To be or not to be?

Если рассматривать процесс создания финансового центра с точки зрения Сейлза, то многое видится яснее и более резко

В рамках Международной научно-практической конференции «Россия и мир: в поисках инновационной стратегии» прошел круглый стол «Международный финансовый центр в Москве: проблемы и перспективы». Участники обсудили наиболее острые проблемы российского финансового рынка.

Круглый стол вели Наталья Доронина (Институт законодательства и сравнительного правоведения при Правительстве РФ) и Сергей Дробышевский (Институт экономической политики имени Гайдара). В дискуссии приняли участие председатель правления НАУФОР Алексей Тимофеев, директор департамента корпоративного управления Минэкономразвития Иван Осколков, представители экспертного сообщества и финансовых организаций.

А. Тимофеев охарактеризовал современное качественное состояние российского финансового рынка. За время кризиса, — сказал г-н Тимофеев, — наш рынок существенно сдал свои позиции и переместился с 12-го места в мире по капитализации на 17-е, в то время как другие страны БРИК улучшили свои позиции. Российский рынок по-прежнему отличается чрезмерной концентрацией, капитализация 10 эмитентов составляет около 60%, в то время как в других странах она не превышает 40%. Положительные изменения происходят очень медленно. Особый феномен — история с «Русалом». До сих пор нет единого мнения о том, как следует оценивать это событие: является ли разместившаяся в Гонконге компания российской и следует ли включать ее показатели в капитализацию отечественного рынка? Г-н Тимофеев полагает, что «Русал» — иностранная компания, которая привлекла 2,2 млрд долларов на зарубежных площадках (гонконгской бирже и NYSE-Euronext), а затем выпустила на эти ценные бумаги российские депозитарные расписки, формально являющиеся ценными бумагами Сбербанка. По существу это история миграции из России ее эмитентов. В ней проявляется разочарование отечественным фондовым рынком и стремление обойти установленные ограничения на выпуск депозитарных расписок за рубежом. РТС рассматривает эту ситуацию иначе, она просто включила показатель капитализации

«Русала» в общий показатель капитализации российского фондового рынка.

Большим успехом 2010 года, отметил А. Тимофеев, является появление биржевых облигаций. Инструмент освобожден от процедуры регистрации регулятором и неплохо символизирует пользу либерализации: эти бумаги занимают уже 20% биржевого оборота. Фантастическое развитие в прошлом году получил срочный рынок.

Но в целом российский рынок по-прежнему характеризуется небогатым набором финансовых инструментов, значительную его долю занимают бумаги нефтегазового комплекса, роль российского рынка первичных размещений второстепенна по сравнению с зарубежными. Отсутствуют отечественные долгосрочные инвесторы, на которых должен опираться национальный рынок.

И. Осколков говорил по преимуществу о создании МФЦ. Движение по созданию международного финансового центра, — сказал он, — получило оформление примерно три года назад, когда на самом высоком правительственном уровне был принят ряд важных документов. План работ по формированию МФЦ оформлен в виде распоряжения правительства летом 2009 года. Этот план к настоящему времени выполнен на 50% с небольшими задержками. План будет завершен через 2–3 года, и необходимые (но недостаточные) для создания МФЦ условия будут созданы.

Приняты важнейшие законы — об инсайде, о клиринге. После принятия еще ряда нормативных актов в России появится достаточно современная законодательная база по инфраструктуре рынка ценных бумаг. Произошли подвижки в решении проблемы учета ценных бумаг, в той или иной форме будет создан центральный депозитарий.

Г-н Осколков отметил также необходимость изменения гражданского законодательства, так как ряд норм Гражданского кодекса является серьезным тормозом не только для развития МФЦ, но и предпринимательской активности. Нужна юрисдикция, привлекательная в целом.

Наталья Доронина не согласилась с позицией И. Осколкова в части критики гражданского законодательства, поскольку, по ее мнению, проблемы лежат скорее в плоскости правоприменительной деятельности.

Наталья Николаева (ЗАО КБ «Ситибанк») указала на то, что с точки зрения иностранных участников рынка, к недостаткам отечественной ситуации относится доминирование госбанков, слабое развитие институциональных инвесторов, низкий уровень сбережений населения, слабая финансовая инфраструктура. Она остановилась также на проблемах учетной и депозитарной деятельности.

С резкой критикой деятельности по созданию МФЦ в России выступил **Юрий Данилов** (директор Центра развития фондового рынка). Он сказал, что шансы России особенно заметно снизились в последние три года, после того, как президент поставил перед правительством задачу построить финансовый центр мирового уровня. Россия окончательно проиграла основным конкурентам, и в первую очередь Китаю. Реально планы по созданию МФЦ не выполнены ни по одному параметру. Главная потребность — нормализация государственного управления и решение проблемы ведомственных согласований. Вместо решения конкретных задач идет торг, связанный с интересами министерств: «Мы согласуем ваш проект, если вы согласуете наш». Комиссия Волошина, которая должна была преодолеть ведомственную раздробленность, практически бездействует.

Ю. Данилов считает, что Россия может претендовать лишь на роль регионального финансового центра, но и здесь ее конкурентом оказывается Казахстан. «Через пять лет все наши бумаги будут торговаться в Казахстане», — утверждает эксперт.

Сергей Архипов («Ренессанс Капитал») отметил необходимость работы на государственном уровне с международными рейтинговыми агентствами. Он отметил несоответствие между таким показателем, как отношение ВВП к государственному долгу и страновыми рейтингами России, Португалии и Греции.

Г-н Архипов предложил рассматривать проблемы создания МФЦ с точки зрения сейлза, который вообще и приносит деньги в страну. Например, при попытке размещения на российском рынке облигаций европейского эмитента последний сталкивается с необходимостью подготовки проспекта и аудированных отчетов на русском языке, а предоставление ежеквартального отчета эмитента в соответствии с российскими требованиями в ряде случаев просто невозможно. В то же время размещение российских бондов на западных рынках с точки зрения соблюдения формальных требований происходит очень легко. ◻

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

Семинары по подготовке к экзаменам ФСФР России

Название	Город	Дата	Время проведения
Базовый курс «Основы рынка ценных бумаг»	Москва	30.05-03.06.2011	пн-пт 10:00-17:00
Базовый курс «Основы рынка ценных бумаг»	Москва	10–25.05.2011 06-22.06.2011	пн-чт 18:00-21:00, пт 17:00-20:00
Курс 1.0 «Брокерская, дилерская деятельность и деятельность по управлению ценными бумагами»	Москва	19–30.05.2011 14–23.06.2011	пн-чт 18:00-21:00, пт 17:00-20:00
Курс 4.0 «Депозитарная деятельность»	Москва	27–30.06.2011	пн-чт 18:00-21:00, пт 17:00-20:00
Курс 5.0 «Управление инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами»	Москва	30.05–09.06.2011	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 финансированию терроризма	Екатеринбург	15.04.2011	10:00-17:00
	Челябинск	16.04.2011	
	Казань	22.04.2011	
	Москва	28.04.2011	
	Иркутск	27.05.2011	
		01.06.2011	
	Санкт-Петербург	17.06.2011	
Порядок представления отчетности профессиональными участниками рынка ценных бумаг в соответствии с приказом ФСФР России от 19 ноября 2009 года № 09-49/пз-н «О порядке и сроках представления отчетности профессиональными участниками рынка ценных бумаг»	Москва	26.04.2011	10:00-17:00