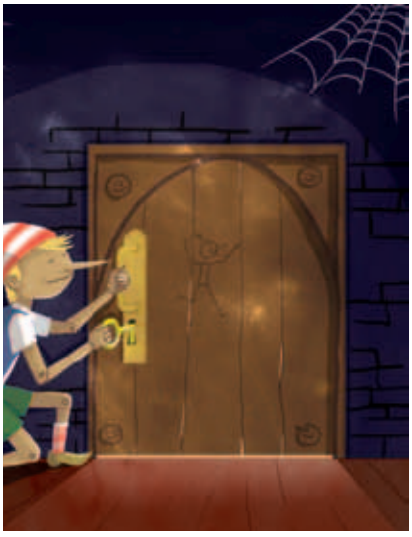
Содержание

№4, апрель 2011



Находить неочевидное

Михаил Заводов, директор по развитию бизнеса компании Fleming Family & Partners, рассказывает главному редактору журнала «Вестник НАУФОР» Ирине Слюсаревой о том, каким образом компания, занимающаяся финансами, может сотрудничать с нефинансовыми агентами.

14

50

Семь. И много других

Законодательство о противодействии манипулированию: основные проблемы применения.

ТЕМА НОМЕРА: НАХОДИТЬ НЕОЧЕВИДНОЕ

6 **Рынок роста**

Руководитель подразделения по управлению активами банка Goldman Sachs Джим О'Нил рассказывает «Вестнику НАУФОР» о фундаментальных переменах в мире инвестиций. Происходит переоценка роли рынков, которые традиционно называют «развивающимися». Страны, на которые приходится не менее 1% мирового ВВП, теперь имеет смысл называть «рынками роста». А перспективы России гораздо лучше, чем кажется скептикам.

22 **Фрагмент защиты**

Участники круглого стола НАУФОР обсуждают проблемы, связанные с принятием поправок в Налоговый кодекс, согласно которым с 2011 года изменился режим налогообложения закрытых паевых фондов недвижимости.

ЭКСПЕРТНОЕ МНЕНИЕ

36 **Тихих гаваней нет**

Российский рынок акций, хотя и оказался в марте в «середнячках», тем не менее по итогам первого квартала 2011 года вошел в тройку лидеров по темпам роста среди emerging markets, заметно обогнав «собратьев» по БРИК.

ЗАДАЧА / РЕШЕНИЕ

40 **Непопулярные лицензии**

Индустрия профессиональных участников рынка ценных бумаг стабильно сокращается.

46 **Брокер и квалифицированный инвестор**

НАУФОР провела онлайн-семинар «Брокер и квалифицированный инвестор». На вопросы профессиональных участников отвечала Елена Энгель, заместитель начальника Управления регулирования деятельности участников финансового рынка ФСФР России.

МЕРОПРИЯТИЕ

56 **Может ли закон быть несправедливым?**

О принципе справедливости в правоприменении и о том, зачем нужна новая правовая парадигма.

Находить очевидное

Вообще-то очевидное никто не ищет. Оно и так под руками.

Фишка в том, что прежде чем стать знакомым и полезным, оно было неочевидным. Или, как вариант, неоткрытым, непридуманным, неизобретенным. В общем, не сделанным. И в целом жить было можно и так, без него. Вроде бы.

Допустим, можно было добираться за колониальными индийскими товарами посуху, как заведено. Но Колумбу понадобилось поискать морской путь, и в результате нашлась Америка. Кто теперь может представить без нее, такой очевидной, физическую карту мира? Да любую карту мира, хоть бы даже финансовую?

Ладно, пример с Америкой — слишком пафосный. Простое бытовое любопытство и склонность к экспериментам тоже приносят плоды. Кто-то додумался добавлять фрукты в йогурт на промышленной основе. Такой йогурт вкусный, завтракать без него для современного человека — не формат. Кто-то засунул в Интернет частную переписку и фотоальбом (казалось бы, чего интересного?), и на выходе мы теперь имеем социальные сети как инструмент, сотрясающий политические режимы.

Да здравствует Буратино, своим длинным любопытным носом смело проткнувший пыльную холстину, за которой обнаружилось сами знаете что.

Сделавшись очевидным, оно всем замечательно пригодилось.

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

Общее собрание членов НАУФОР

Совет директоров НАУФОР утвердил 9 июня 2011 года датой общего собрания членов ассоциации, на которое будет вынесен проект основных направлений деятельности организации на 2011–2012 годы.

Проект основных направлений деятельности НАУФОР на 2011–2012 годы включает два основных раздела.

1. Совершенствование нормативных актов о рынке ценных бумаг

НАУФОР как крупнейшая саморегулируемая организация на фондовом рынке планирует принять участие в разработке следующих проектов законов:

«О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» и другие законодательные акты Российской Федерации в части регулирования деятельности инвестиционных консультантов, предоставления услуг розничным инвесторам;

«О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» и иные законодательные акты Российской Федерации» (в части пруденциального надзора за профессиональными участниками рынка ценных бумаг, а также порядка выплат компенсаций гражданам на рынке ценных бумаг);

«Об организованных торгах»;

«О центральном депозитарии»;

«О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» и некоторые другие законодательные акты Российской Федерации в части введения возможности частичной оплаты акций при их размещении путем подписки; введения возможности продажи размещенных акций после их полной оплаты до регистрации отчета или направления уведомления об итогах выпуска; совершенствования правового регулирования деятельности андеррайтеров, в том числе предоставление им возможности «технического» приобретения размещаемых ценных бумаг; введения уведомительного порядка регистрации выпусков ценных бумаг при размещении ценных бумаг с участием андеррайтеров — членов саморегулируемых орга-

низаций с одновременным повышением их ответственности; уточнение процедур внесения изменений в регистрационные документы при эмиссии ценных бумаг;

федеральный закон, направленный на внесение изменений в нормативные правовые акты в части введения специальных целевых счетов (пенсионных, образовательных и т.д.) для инвестирования сбережений граждан на финансовом рынке;

федеральный закон, направленный на совершенствование системы налогообложения при осуществлении операций на финансовом рынке, включая освобождение от налогообложения доходов физических лиц от реализации ценных бумаг в установленных законом пределах при условии длительного срока владения этими бумагами; совершенствование режима освобождения от налогообложения доходов организаций в виде дивидендов, полученных стратегическими инвесторами, при одновременном включении в законодательство норм, направленных на предотвращение злоупотреблений льготными режимами налогообложения, включая налогообложение прибыли контролируемых иностранных компаний; установление правил налогообложения российских депозитарных расписок.

нормативные правовые акты, направленные на совершенствование регулирования деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг, включая дифференцирование требований к собственному капиталу профессиональных участников в зависимости от осуществляемых видов профессиональной деятельности, характера операций и их масштабов; введение принципов пруденциального надзора; введение системы финансовых нормативов для профессиональных участников рынка ценных бумаг.

2. Разработка стандартов и методических рекомендаций НАУФОР

Будет продолжена работа в рамках Соглашения о взаимодействии и обмене информацией, заключенного 17 декабря 2009 года между ММВБ, РТС, НАУФОР и НФА.

Основной фокус работы в рамках соглашения — реализация общих для его сторон интересов в стандартизации отношений, связанных главным образом с оказанием услуг по совершению операций на фондовых биржах и формировании общих подходов к управлению рисками профессиональной деятельности членов СРО, управлению системными рисками.

НАУФОР также планирует разработать стандарты осуществления деятельности по управлению ценными бумагами, завершить работу по подготовке Стандарта по предотвращению неправомерного использования инсайдерской информации с учетом требований Федерального закона «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком», а также работу над Стандартом обеспечения безопасности персональных данных, обрабатываемых профессиональными участниками рынка ценных бумаг с учетом требований Федерального закона «О персональных данных».

В целях развития и продвижения российского рынка внебиржевых производных финансовых инструментов для формирования правил и традиций делового оборота, соответствующих наилучшим образцам международной практики, НАУФОР совместно с Ассоциацией российских банков (АРБ) и Национальной валютной ассоциацией (НВА) продолжит деятельность по совершенствованию и продвижению Стандартной документации для срочных сделок на внебиржевых финансовых рынках. В рамках этой работы НАУФОР будет сформирован Совет по производным финансовым инструментам как орган взаимодействия между ассоциациями для организации дальнейшей работы над Стандартной документацией. ◻

Джим О'Нил
Chairman of Goldman Sachs Asset Management

Рынок роста

Традиционное разделение на развитые и развивающееся страны больше не отражает сущность сегодняшней мировой экономики

Руководитель подразделения по управлению активами банка Goldman Sachs Джим О'Нил рассказывает «Вестнику НАУФОР» о фундаментальных переменах в мире инвестиций. Происходит переоценка роли рынков, которые традиционно называют «развивающимися». Страны, на которые приходится не менее 1% мирового ВВП, теперь имеет смысл называть «рынками роста». А перспективы России гораздо лучше, чем кажется скептикам.

— В чем конкретно состоит причина употребления термина «рынок роста»?

— Я считаю, что мир инвестиций переживает время фундаментальных и чрезвычайно интересных перемен. В центре этого процесса — переоценка роли рынков, которые традиционно называют «развивающимися». Учитывая растущее значение экономики этих стран, мы думаем, что традиционное разделение на развитые и развивающееся страны больше не отражает сущность сегодняшней мировой экономики. В частности, страны, на которые приходится не менее 1% мирового ВВП, мы бы теперь назвали «рынками роста». Этому критерию сейчас соответствуют восемь стран: все страны БРИК (Бразилия, Россия, Индия и Китай), а также четыре крупнейшие страны из группы «следующих одиннадцати» — Мексика, Корея, Турция и Индонезия. Это те страны, экономика которых с наибольшей вероятностью будет переживать рост производства и использовать благоприятную демографическую ситуацию. В результате этого их экономика продемонстрирует темпы роста выше, чем среднемировой показатель.

— Ранее введенные термины — БРИК и «следующие 11» — употребляются для отнесения конкретных стран к определенной группе. Иногда такое жесткое деление приводило к тому, что в эти группы включались страны, которые уже больше не соответствовали необходимым критериям. Я думаю, что определение «рынок роста» возникло из представления о необходимости менее жесткой классификации некоторых из рассматриваемых рынков. Что Вы думаете об этом?

— Классификация в качестве «рынка роста» не должна рассматриваться как статичный феномен. Ряд других стран со временем может добиться такого же статуса. Например, Нигерия и Филиппины могли бы стать рынками роста к середине 2020-х годов — 2040 году. Напротив, Корея, скорее всего, не останется в группе рынков роста к 2050 году. На самом деле, уже и сейчас МВФ рассматривает

Корею как страну с развитой экономикой, и некоторые другие международные институты тоже относятся к ней как к развитому рынку.

— Чтобы стать частью «рынка роста», стране нужно иметь масштабы экономики, превосходящие 1 процент мирового ВВП. Почему именно 1 процент?

— Первым критерием для отнесения к «рынкам роста» является тот факт, что в стране имеется благоприятная демографическая ситуация и хорошие перспективы для достижения подъема производства. Это условие является необходимым, но недостаточным, особенно если думать о данном понятии с точки зрения бизнеса и инвестиций. Рынку роста также необходимо иметь достаточный объем и глубину, которые позволят инвестициям и бизнесу быть достаточно масштабными и ликвидными — не только для того, чтобы инвестировать и развиваться, но и для того, чтобы, возможно, выйти, когда наступит момент для принятия такого решения.

— Известно, что Вы ввели аббревиатуру БРИК. Если сейчас вернуться в прошлое, Вы бы включили те же страны в группу самых перспективных развивающихся рынков? Другими словами, все ли из них оправдали ваши ожидания?

— Я определил страну БРИК как страну, на которую уже приходится 3–5% мирового ВВП или которая имеет потенциал для того, чтобы достичь этого в ближайшие десятилетия. Страны БРИК — самые быстрорастущие экономики в мире, и они используют себе во благо долгосрочные внерыночные факторы, включая спрос на природные ресурсы, рост городского населения и подъем развивающегося среднего класса. Последнее десятилетие было замечательным временем для рынков БРИК, и эти страны могут стать четырьмя из пяти крупнейших экономик мира к 2050 году.

Несмотря на то, что другие развивающиеся рынки — Мексика, Индонезия, Южная Корея и Турция — скорее всего увеличат свою долю мирового ВВП, я не считаю, что экономика какой-либо из этих стран станет больше по масштабу, чем экономика одной из стран БРИК.

Оглядываясь в прошлое, я совершенно точно опять выбрал бы те же самые страны для включения в эту группу, и я продолжаю считать, что все страны, входящие в нее сегодня, заслуживают того, чтобы первые буквы их названий составляли эту аббревиатуру.

— Считаете ли Вы, что в какой-то момент этот набор стран потребуется пересмотреть? Множество инвестиционных фондов занимается БРИК, и поэтому было бы разумным, как мне кажется, положить в эту корзину только те развивающиеся рынки, которые имеют наибольший потенциал. Если Вы действительно считаете, что такие изменения могут понадобиться, какие страны Вы бы назвали самыми перспективными развивающимися рынками предстоящего десятилетия?

— Четыре страны БРИК могут обеспечить около 51% мирового экономического роста в ближайшие 40 лет. Экономика этих стран остается чрезвычайно важной для мировой экономики, и я считаю, что состав группы БРИК не должен меняться — это отдельная категория. После стран БРИК я рассматриваю следующую группу стран с быстрорастущей экономикой, которые в потенциале могли бы последовать за БРИК и иметь большое влияние в мире. Это Мексика, Индонезия, Южная Корея, Турция, Нигерия, Вьетнам, Филиппины, Египет, Пакистан, Бангладеш и Иран, и я называю их «следующие 11». В эту группу входят страны, в отношении которых мы употребляем термин «рынок роста», а также более традиционный термин «развивающиеся рынки».

Мексика, Индонезия, Южная Корея и Турция являются тем, что мы называем рынками роста. Это экономика, которая уже значима в контексте сегодняшней мировой экономики, о чем свидетельствует ее масштаб на уровне не менее 1% нынешнего мирового ВВП. Это означает, что экономика такой страны быстро приобретает все большее значение и что на данном рынке инвесторы смогут все более гибко выбирать акционерный

Десять лет назад экономист Джим О'Нил ввел ныне всем известный термин БРИК. Эта аббревиатура обозначала группу стран с растущей экономикой, в которую вошли Бразилия, Россия, Индия и Китай, — БРИК.

Это было в 2001 году. В серии аналитических материалов «Доклады о мировой экономике» (Global Economics Paper), выпускаемой банком Goldman Sachs, 30 ноября 2001 года Джим О'Нил опубликовал аналитический доклад «Укрепление участия БРИК в мировой экономике» (Building Better Global Economic BRICs). О'Нил придумал эту аббревиатуру, чтобы обозначить крупнейшие страны развивающихся рынков — Бразилию, Россию, Индию и Китай. Тогда он предсказывал, что центр мировой экономики кардинально изменит свое местоположение и будет связан с этими четырьмя странами. В 2003 году О'Нил обновил свой прогноз, предположив, что к 2039 году объем производства стран БРИК превысит объем производства промышленно развитых держав. Это утверждение было сделано на фоне превращения БРИК в нечто большее, чем просто экономическое понятие. С тех пор страны БРИК стали важнейшей точкой на радаре инвесторов, корпораций и политических лидеров.

Банки выделяли большие средства странам БРИК. Консалтинговые фирмы, занимающиеся экономикой этих стран, росли, как грибы. Университеты готовили исследования на данную тему, а компании разрабатывали собственные «стратегии в странах БРИК».

Сегодня эти страны распространили свою власть за пределы сферы бизнеса и мировой торговли. На прошлой неделе в китайском туристическом городе Санья прошла встреча руководителей всех четырех стран БРИК, в которой также участвовал президент Южно-Африканской Республики, включенной в группу БРИК в конце 2010 года Термин БРИК превратился в БРИКС. На закрытии этой встречи на высшем уровне пять стран подписали соглашение о расширении сотрудничества, осудили войну в Ливии и высказались за усиление своей роли в международных делах. Это была демонстрация их силы перед Западом.

капитал и иметь возможность альтернативного решения. Эти страны будут все больше развиваться под воздействием своей собственной экономической динамики и будут оказывать существенное воздействие рынок на мировой экономический цикл.

Мы определяем «развивающиеся» рынки как страны на ранней стадии экономического развития, которые хотя и предлагают хорошие перспективы роста, еще все-таки малы и очень сильно зависят от экономического цикла и политики стран «большой семерки» и других рынков роста. Развивающиеся рыки включают Нигерию, Вьетнам, Филиппины, Египет, Пакистан, Бангладеш и Иран.

Одной из привлекательных сторон понятия «следующих 11» является многообразие — как географическое, так и с точки зрения возможных стадий экономического развития. Я считаю, что страны группы «следующих 11» дополняют возможности, существующие в странах БРИК, и вместе с ними предлагают инвесторам привлекательные решения на мировых развивающихся рынках.

— Останется ли без изменений устоявшееся понятие «группа БРИК»?

— Мировой финансовый кризис был мощной проверкой для БРИК и, возможно, даже приблизил то время, когда эти страны вместе смогут стать больше, чем «большая семерка». Сложно говорить о них в совокупности, так как есть множество различий, но понятие группы БРИК выдержало проверку временем. Любой рынок, будь то рынок сырья, акционерного капитала, долгового капитала или потребительских товаров, все больше зависит от экономики этих стран.

Я пишу это, завершив почти наполовину свою поездку в Индию и Китай по пути в Корею. И Китай, и Индия чрезвычайно интересны — там происходит много замечательного. То же самое верно и для Бразилии. Россия, для которой 2009 год был очень нелегким, стремительно восстанавливается, и дела там идут лучше, чем думали многие скептики.

До конца 2020 года объединенный ВВП четырех стран БРИК сравняется с ВВП Соединенных Штатов. И они имеют все возможности обойти «большую семерку» в ближайшие 25 лет.

— Насколько важна Россия в составе группы БРИК?

— Очень важна. Я продолжаю думать, что Россия, возможно, самый привлекательный по ценам рынок акционерного капитала из всех стран БРИК, так как он дешевый и одновременно на нем происходят политические изменения, которые намного позитивнее, чем большинство людей это себе представляет.

— Некоторые предлагают переделать БРИК в БИК — что Вы об этом думаете?

— Позвольте мне повторить три простых момента насчет места России как страны в составе группы БРИК. Во-первых, до резкого экономического спада 2009 года уровень позитивного неожиданного прироста ВВП в 2001–2003 годы в России был выше, чем у всех других стран БРИК. Даже если рассматривать результаты, учитывая 2009 год, то сводные показатели за прошедшие десять лет получились почти точно такими, как мы предполагали. Во-вторых, рынок России в два раза больше (в долларовом выражении) рынка Индонезии — страны, которой, по предложению некоторых людей, следует заменить Россию. В-третьих, несмотря на то, что имеются очевидные, бросающиеся в глаза факторы, включая коррупцию, которые являются причиной того, что негативное отношение к России очень распространено, тем не менее, если вы посмотрите на объективные показатели, которые должны учитываться при оценке экономического развития и устойчивого роста, то очевидно, что Россия не является самой слабой из стран БРИК.

Каждый год Goldman Sachs готовит исследование «Оценка условий роста» (Growth Environment Scores — GES), представляющее собой индекс, построенный по 13 показателям. Сводный результат страны по этой шкале может быть оценен от 1 до 10 (10 является высшей оценкой). Сейчас наш Экономический департамент должен представить свои оценки за 2010 год почти по 180 странам. В 2009 году самый низкий результат из стран БРИК был у Индии. У Бразилии была самая высокая оценка, за ней с небольшим отрывом шел Китай, а за ним, тоже с небольшим отрывом, — Россия.

— Что важно для того, чтобы Россия двигалась вперед?

— Важно добиться улучшения демографической ситуации — возможно, это самая главная цель для тех, кто отвечает за формирование политики в России. А инвесторам (настроенным скептически) важно наблюдать изменения в этой области.

— А как насчет «следующих 11», заменят ли они БРИК?

— У них одна общая особенность — большое население! Это 11 наиболее преуспевающих стран после БРИК. Во всем остальном они очень разные. На самом деле, с точки зрения инвестора, особенно привлекательным моментом может быть диверсификация в результате участия в этих очень разных рынках. Например, Корея очень сильно отличается от Нигерии. Турция весьма отличается от Филиппин.

Вряд ли они заменят БРИК. Страны БРИК занимают центральное место в современной глобализованной экономике. Единственной страной из числа «следующих 11», экономика которой, пожалуй, могла бы быть столь же масштабной, является Индонезия — или же Мексика, — но это маловероятно. «Следующие 11» надо рассматривать как отдельную возможность, а не альтернативу БРИК.

— А как насчет Китая?

— Китай находится на очень интересной стадии своего развития. Годовой доход на душу населения сейчас приближается к 4 000 долларов, и у страны много новых задач, из которых основной является переход от роста, стимулируемого экспортом, к росту на основе внутреннего потребления. Недавнее резкое повышение ставок нужно воспринимать как действие, направленное на удержание инфляции под контролем и на дальнейшую стимуляцию повышения курса юаня. В Китае предпринимается множество политических шагов для содействия переходу к росту на основе внутреннего потребления, и это приведет к уменьшению активного сальдо по счету текущих операций. Рост депозитов в юанях в Гонконге — также замечательный момент, и это еще только начало интернационализации юаня.

— Есть люди, которые предлагают отделить Китай от остальных стран группы. Что Вы об этом думаете?

— Я не верю в отделение Китая от других рынков роста, но, несомненно, дело здесь в том, что Китай выделяется на фоне всех других. Приведу несколько различных способов проиллюстрировать рост Китая. Сейчас экономика Китая более чем в два раза больше экономики Франции или Великобритании.

В 2001 году, когда я придумал аббревиатуру БРИК, экономика Китая составляла менее 1,5 триллиона долларов и действительно была меньше французской или английской. Мне всегда нравится говорить людям, что за прошедшие десять лет Китай создал ВВП, равный в долларовом выражении двум экономикам Великобритании. Действительно, нынешние 6 триллионов долларов уже могут быть эквивалентом трех экономик Великобритании масштаба 2001 года. Или могут быть равны одной трети экономики США на тот момент. Исходя из этого базового объема, если в нынешнем году Китай вырастет примерно на 10% в долларовом выражении, то в следующем году он создаст ВВП, превышающий целую экономику Индонезии или Турции. Если употребить здесь нашу новую терминологию, определяющую, что такое

«рынок роста», то можно сказать, что Китай самостоятельно создаст еще один рынок роста в этом году. Предположим, что консенсус-прогноз говорит об уровне 15% номинального роста в долларовом выражении, — тогда это означает создание объема ВВП, превышающего рынок Нидерландов, или почти равного еще одной Южной Корее, или более чем половине Индии, или почти половине рынка Великобритании. По любым меркам, это весьма впечатляет.

— Каким вам представляется будущее развитие китайского фондового рынка?

— Я думаю, что прогноз для фондового рынка Китая является вполне оптимистичным. Вероятно, в следующем году снова будет неожиданно положительный прирост, но уже на основе потребления. Рынок акций класса А и рынок акций международных компаний, работающих в Китае, являются очень привлекательными.

— Можно ли считать, что восстановление экономической активности на мировых развивающихся рынках не является качественным и обусловлено финансовой политикой США?

— Мы это со временем увидим! Возможно, пройдут годы, прежде чем американские процентные ставки повысятся, поэтому может быть опасно слишком зацикливаться на этом вопросе. Тем не менее, противоположное утверждение, безусловно, верно. Если подъем на фондовом рынке развивающихся стран происходит просто из-за финансовой политики США, тогда они или некоторые из них пострадают, когда американская политика резко поменяется.

Я думаю, все это значительно глубже. Рынок акционерного капитала стран БРИК прожил фантастические 9 лет, и в этот период ставки в США увеличивались и снижались, а доллар тоже рос и падал. Это больше относится к вопросу об устойчивости роста и о том, насколько этот рост порожден внутренним развитием рынка той или иной страны.

Мы это в конечном итоге выясним, если (или когда) произойдет повышение ставок в США.

— Каким Вам представляется выбор для инвесторов? Каков ваш прогноз на год и на три года?

— Я думаю, круг возможностей начинает расширяться. Одной из моих основных задач как руководителя подразделения по управлению активами компании Goldman Sachs является попытаться улучшить понимание этого. Например, зачем надо следить за базовыми показателями рыночной капитализации для инвестиций в акционерный капитал? Зачем использовать значение объема долга для инвестирования по базовым показателям на рынке облигаций? Инвесторы хотят получать абсолютный доход и «не едят» базовые показатели! Я хочу помочь избавиться от стереотипных представлений. Например, зачем относиться к так называемым развивающимся рынкам как к отдельному классу активов? Рассматривать некоторые из этих стран как «развивающиеся», особенно после кризиса, — это даже оскорбительно! Инвестиционные менеджеры должны рассматривать взвешенные по ВВП базовые показатели наряду со значениями волатильности, чтобы ограничить риски.

В этом смысле я действительно не считаю, что есть большая разница между одним годом и тремя годами. Если у нас нет ясного знания на год вперед, как мы можем знать насчет трех лет? Аналогично, если в предстоящем году наши дела действительно пойдут хорошо — и лучше, чем мы ожидали, — должны ли мы быть менее уверенными в этом в последующие два года?

В этом контексте главным моментом является оценка стоимости, а еще важнее — отклонение текущих цен от этой оценки. Это одна из самых важных и простых вещей, которой я научился за 29 лет. Когда премии за риск по акциям очень высоки, есть вероятность снижения стоимости — и наоборот. В настоящий момент эти показатели очень высоки. Я думаю, что в ближайшие три года рост в глобальном масштабе будет выше, чем люди думают. Рост составит 4–5% — благодаря внутреннему потреблению в странах БРИК и «следующих 11». Я считаю, что в результате этого, а также сегодняшней высокой премии за риск по акциям мировой рынок акционерного капитала покажет хорошие результаты — лучше, чем рынок государственных облигаций. Акции стран БРИК и «следующих 11» будут расти быстрее, чем акции других рынков.

— Давайте перейдем к развитым странам. Недавно Вы написали, что 2011 год, вероятно, будет годом Соединенных Штатов. Какие факты предвещают усиление американской экономики? Что это будет означать для финансового рынка? Вы упомянули, что если настрой инвесторов еще больше улучшится, то капитал может начать движение от безопасных активов к рискованным, помогая росту фондового рынка.

Действительно, моя точка зрения состоит в том, что этот год будет отмечен восстановлением американской экономики. И это отражено в текущем позитивном настрое участников рынка по отношению к США. Еще совсем недавно инвесторы оценивали перспективы Соединенных Штатов очень негативно. До конца 2010 года преобладала озабоченность насчет того, что страна может скатиться в состояние дефляции. Эта оценка кардинально изменилась за последние недели, и все экономические индикаторы, которые я отслеживаю, в настоящий момент свидетельствуют о благоприятной ситуации на американском рынке. Соединенные Штаты продемонстрируют больший рост, чем ожидалось, и этот рост будет устойчивым. Конечно же, данное обстоятельство вызывает сильную реакцию со стороны инвесторов. ◻

Единый в защите права собственности

НАУФОР направила в группу Волошина письмо о создании центрального депозитария

Национальная ассоциация участников фондового рынка направила в группу по созданию международного финансового центра письмо, в котором высказала позицию о необходимости создания центрального депозитария, сформированную на совещании с участием ФСФР России, ЦБ РФ, представителей инфраструктуры рынка, депозитариев и брокеров, в том числе членов совета директоров НАУФОР.

Написанию письма предшествовало обсуждение вопроса об учете прав на ценные бумаги, которое произошло на Совете директоров ассоциации, проводившемся расширенным составом с участием брокеров, представителей ведущих кастодианов и депозитариев, а также ФСФР России и ЦБ РФ.

Как говорится в письме, НАУФОР считает необходимым зафиксировать в законодательстве приоритетность записей в расчетном депозитарии биржи по отношению к записям в реестре.

Законодательство признает учет прав на ценные бумаги, осуществляемый регистраторами, и учет прав на ценные бумаги, осуществляемый депозитариями, равными по юридической силе. Несмотря на это, признаваемая российскими судами солидарная ответственность регистраторов и эмитентов за сохранность прав на ценные бумаги делает ключевым учет прав на ценные бумаги именно в регистраторах. Этот факт заставляет усомниться в окончательности учета прав в депозитарии в тех случаях, когда записи по счетам депозитариев расходятся с записями по счетам регистраторов. Как следствие, иностранные инвесторы предпочитают, чтобы их кастодианы учитывали права на принадлежащие им ценные бумаги в реестрах. «Принимая во внимание то, что портфель ценных бумаг должен учитываться в реестре на отдельном счете, это приводит к многократному росту издержек и операционных сложностей для обслуживания портфеля», — говорится в письме.

В результате большинство иностранных инвесторов предпочитают покупать ценные бумаги российских эмитентов на зарубежных площадках, где подобные проблемы отсутствуют, а российские компании стремятся разместить свои акции на зарубежных фондовых биржах, отмечается в письме. «Проблема финализации расчетов в центральном депозитарии перезрела, дальнейшее промедление в ее решении приведет к непоправимым негативным последствиям для будущего финансового рынка страны», — указано в письме.

«Введение такого приоритета записей и особого механизма взаимодействия центрального депозитария с регистраторами является ключевым, поскольку позволяет преодолеть юридическую неопределенность в отношении окончательности учета прав на ценные бумаги и одновременно преодолеть существующую на российском фондовом рынке фрагментацию», — сказано в письме. По мнению НАУФОР, такая неопределенность является одной из причин того, что иностранные инвесторы предпочитают покупать ценные бумаги российских эмитентов на зарубежных площадках, где подобные проблемы отсутствуют. Это, в свою очередь, приводит к тому, что российские компании стремятся разместить свои акции на зарубежных фондовых биржах.

Кроме того, констатируется в письме, стремясь преодолеть действующие в России запреты на долю ценных бумаг, размещаемых за рубежом, и долю ценных бумаг, конвертируемых в иностранные депозитарные расписки, отечественные компании начали регистрировать холдинговые компании в зарубежных юрисдикциях, и затем размещать акции этих компаний на зарубежных биржах.

«Отсутствие долгосрочных иностранных инвесторов ограничивает возможность проведения в России приватизации, заставляя всерьез рассматривать зарубежные рынки как наиболее предпочтительное место для этого. Это, в свою очередь, приводит к тому, что российский финансовый рынок все более и более проигрывает зарубежным», — отмечается в обращении.

НАУФОР также считает важным закрепить в законе механизм взаимодействия в случае создания нескольких центральных депозитариев, который позволил бы образовать централизованную систему учета прав на ценные бумаги. «В настоящее время данный вопрос утратил свою остроту с учетом предстоящего объединения ММВБ и РТС и расчетных депозитариев, которые ранее претендовали на роль ЦД.В законе следует сохранить возможность создания и получения статуса ЦД другими расчетными депозитариями», — говорится в письме.

Михаил Заводов
директор по развитию бизнеса управляющей компании
«Флеминг Фэмили энд Партнерс»

Находить неочевидное

Когда ищешь клиенту лучшее, исходя из его позиций и требований, то отыскиваешь больше возможностей выбора

Михаил Заводов, директор по развитию бизнеса компании Fleming Family & Partners, рассказывает главному редактору журнала «Вестник НАУФОР» Ирине Слюсаревой о том, каким образом компания, занимающаяся финансами, может сотрудничать с нефинансовыми агентами.

— Какие именно задачи по развитию бизнеса вы будете решать в FF&P?

— Задач несколько.

Меня пригласили как директора по развитию бизнеса «Флеминг Фэмили энд Партнерс» в команду Юрия Емелина. Одна из главных моих задач в этом блоке — развитие взаимоотношений между нефинансовыми участниками рынка и группой FF&P, поиск возможностей для сращивания интересов обеих сторон.

Среди других задач нашей команды — развитие собственных проектов компании, работа с фондами прямых инвестиций.

— В чем заключается смысл сотрудничества с нефинансовыми агентами и партнерами?

— Бизнес-логика здесь такова: группа «Флеминг» не является конкурентом, например, для бутиков M&A. Они для нас, скорее, партнеры и потенциальные соратники по бизнесу. Поэтому в принципе мы хотим найти точки соприкосновения с ними. Продавая бизнес, его бывший владелец получает взамен денежный поток. Возникает вопрос: что делать с деньгами, как именно их использовать? Если вложения этих средств в новый (да в любой) бизнес не планируется, то вполне разумно стать клиентом компании, специализирующейся на управлении активами, — такой, как FF&P, например. Мы готовы предложить сервисы wealth-менеджмент, asset-менеджмент, структурные продукты, сервисы международного уровня в Москве при участии зарубежных офисов компании.

Эта точка соприкосновения достаточно интересна.

Еще один большой блок задач, которые мне предстоит решать, — развитие уже действующих проектов группы «Флеминг». Подпунктом этого направления является помощь клиентам группы «Флеминг» в управлении их непрофильными активами. (Профильными активами собственник,

как правило, занимается самостоятельно, а на остальное времени чаще всего не хватает.)

Третья большая группа задач — работа с закрытыми паевыми инвестиционными фондами, а также специальные проекты. У нас есть интересные идеи относительно развития этого направления. Одним из наших партнеров является РОСНАНО, планируется создание совместного фонда Европейского технологического трансфера, инвестиции в высокотехнологичные компании на общую сумму до 500 млн долларов. В команде работают профессионалы очень высокого уровня.

Следует заметить, что наша компания всегда внимательно относилась к инвестированию в технологически новые отрасли экономики. Так сложилось исторически. Роберт Флеминг, основатель компании, был уникальным для своего времени предпринимателем, который четко видел новые потенциально выгодные сферы инвестирования. Сейчас его назвали бы «венчурным инвестором». Помимо инвестиций, связанных с железными дорогами (в девятнадцатом веке это была новая, бурно развивающаяся отрасль), группа Robert Fleming & Co активно вкладывала деньги в инфраструктурные проекты, — строительство нефтепроводов, прокладку телеграфных линий и так далее.

Сейчас компания по-прежнему ориентирована на реализацию инфраструктурных проектов.

России предстоит масштабное техническое перевооружение. Это глобальная задача на многие годы. Перенос на российскую почву лучших стандартов, лучших мировых технологий кажется нам перспективным занятием. Этот бизнес в стране только зарождается, он будет очень интересен. Мы ищем перспективные проекты, в которые могли бы вложить деньги. Первый проект уже запущен, к лету мы закроем первый транш. Подписано соглашение с администрацией Волгоградской и Челябинской областей, где группа FF&P также будет участвовать в подобных проектах.

Поэтому перед нашей командой стоит дополнительная задача — взаимодействие с фондами прямых инвестиций

Следует заметить, что наша компания всегда внимательно относилась к инвестированию в технологически новые отрасли экономики. Роберт Флеминг, основатель компании, был уникальным для своего времени предпринимателем, который четко видел новые потенциально выгодные сферы инвестирования. Сейчас его назвали бы «венчурным инвестором».

В будущем возможно создание фонда специальных ситуаций.

— Что подразумевается под специальными ситуациями?

— Примерная схема такова. На стыке наших различных компетенций образуются два больших потока. С одной стороны, мы взаимодействуем с держателями больших пакетов акций различных компаний через бутики M&A. С другой стороны, сама компания «Флеминг Фэмили энд Партнерс» тоже работает с богатыми людьми, которые имеют доли в компаниях. Мы же, получается, видим поток бумаг с двух сторон. Соответственно, мы являемся потенциальными клиентами для M&A-бутиков, а их клиенты — потенциальные клиенты нашего wealth-менеджмента.

В этом и состоит суть взаимодействия с нефинансовыми институтами. Здесь у нас обоюдный потенциальный интерес. Ведь группа «Флеминг» — это полтора века безупречной истории, она присутствует на рынках Европы и Азии через офисы в Лондоне, Швейцарии, Австрии, Гонконге, имеет большой офис в Москве.

Сейчас, развивая это направление, связанное со своего рода стыковкой больших пакетов, команда сможет выйти на новый виток. Мы не будем брокером, который продает ежедневные позиции. Схема здесь иная. Клиент, продавший пакет бумаг через бутик M&A, получает наличные. Эти деньги могут быть направлены в wealth-менеджмент.

С другой стороны, мы можем предложить клиентам различные интересные продукты — структурные, например. Мы можем также предложить им поучаствовать в качестве инвесторов в наших фондах прямых инвестиций, например, в фонде Европейского технологического трансфера. Или, например, стать соинвестором наших собственных проектов.

В будущем будет создан фонд специальных ситуаций. Скажем, наш клиент продает какую-то часть уставного капитала компании, и мы видим, что эта компания интересна. Тогда, учитывая связи и информационный поток, который контролирует «Флеминг», нам будет интересно стать соинвестором предприятия и помочь ему — в получении заказа и с загрузкой производственных мощностей. Если поймем, что проект интересный, но технология на предприятии устарела, а необходимая предприятию согласуется с критериями отбора фонда инвестиций в новые технологии, то, возможно, предприятие станет клиентом фонда технологических инвестиций. У него появится возможность приобрести новые западные технологии.

Все эти возможности возникают, повторюсь, как бы на стыке различных компетенций. Находить эти возможности, эти «стыки» — это и есть моя задача как директора по развитию бизнеса.

По факту эта задача состоит из нескольких крупных блоков. Первый — это структурные продукты, казначейские схемы. А также взаимодействие с нефинансовыми институтами, которым следует объяснять, что мы не конкуренты, а, напротив, можем быть своего рода взаимными поставщиками клиентов. На этом направлении следует искать большое количество партнеров, поскольку для того чтобы находить наилучшие решения для клиентов Fleming Family and Partners, мы должны иметь очень широкую линейку выбора среди агентов в сфере слияний-поглощений. И конечно, нам бы хотелось, чтобы клиенты, которые вначале пользуются нашими сервисами wealth менеджмента, потом доверяли нам свои активы в управление.

Второй блок — люди, которые уже являются клиентами нашего wealth-менеджмента. Помимо финансовых активов, они часто имеют и непрофильные. Здесь мы хотели бы им помогать, развивать эти побочные проекты, возможно, даже брать на себя управление этими проектами, поскольку у нас уже есть соответствующие фонды альтернативных инвестиций.

Пока что я стремлюсь развивать активность во всех названных направлениях.

— То есть по схеме у вас получается IB-бутик, но некоторые его функции как бы передаются на аутсорсинг?

— Да.

— Значит, вы будете работать на поле инвестбанков?

— Нет, мы будем работать по модели «мультифэмили офиса». Все наши усилия направлены на улучшение качества наших сервисов, которое достигается путем взаимодействия с максимальным количеством исполнителей, среди

которых мы выберем тех, кто мог бы предоставить лучшие условия для наших клиентов.

— Тем не менее у вас будут возникать пересечения по бизнесу с инвестбанковскими структурами?

— Конечно, будут. Но на взаимовыгодных условиях. С одной стороны, мы будем потенциальными продавцами бизнесов (или долей бизнеса), а они, возможно, потенциальными покупателями; с другой — мы будем, возможно, и покупателями долей каких-то компаний в интересах наших клиентов.

— Вы говорите, что у вас есть интерес, в том числе, к крупным частным клиентам и крупным институциональным клиентам. Будете ли вы пересекаться на этом поле, например, со Сбербанком, «ВТБ-Капиталом»?

— Сейчас мы разве пересекаемся? Названные вами структуры не оказывают услуги по модели «мульти фэмили офис». Кроме того, наша компания — глобальная, она работает на всех рынках, предоставляя самые разнообразные сервисы. И многим клиентам будет интересен опыт не только внутри России.

«Флеминг Фэмили энд Партнерс» закрыла сейчас несколько интересных больших сделок, в которых участвовала как инвестор. В том числе компания приобретала месторождения, инвестировала в технологичные сектора различных компаний. Я не участвовал в этих сделках лично, поскольку пришел в компанию совсем недавно. Пока я только читаю историю Флемингов. Но хотел бы участвовать и в ее создании.

Мне нравится команда, мне импонирует работать с Марком {Гарбером}, это легендарная личность. Я еще не видел такого потока клиентов, как здесь, — день расписан буквально по минутам. Кроме того, нравится непосредственно участвовать в развитии рынка.

На сегодняшний день мы работаем на трех больших интересных направлениях. Это рынок акций и облигаций, рынок структурных продуктов, а также фонды. В России рынок акций и облигаций достаточно развит, а вот рынок структурных продуктов нужно развивать, и также следует взаимодействовать с глобальными фондами. У «Флеминга» все эти направления отстроены, и мне кажется, что это важная и большая перспектива для нашего рынка. Если обычный человек хочет поработать, допустим, с сельскохозяйственными активами, то у него нет особенного выбора, — кроме как купить акции компании «Разгуляй».

Мы будем работать по модели «мультифэмили офиса». Все наши усилия направлены на улучшение качества наших сервисов, которое достигается путем взаимодействия с максимальным количеством исполнителей, среди которых мы выберем тех, кто мог бы предоставить лучшие условия для наших клиентов.

А «Флеминг» предлагает выбор. С помощью нашей компании инвестор может выстроить различные стратегии, поучаствовать в росте рынка сельхозпродуктов. Люди уже готовы к этим услугам, и это правильно. Получать новые возможности инвестирования — это замечательно!

В 70-90-е годы на российском рынке присутствовали в основном западные капиталы. С 2007–2008 года ситуация меняется — западный капитал заменен российским, по преимуществу государственным. Что происходит в этой ситуации с держателями бумаг? Количество физических лиц — держателей акций уменьшается, количество физлиц, имеющих открытые брокерские счета, по-прежнему составляет 1% от всего населения. Поэтому я не вижу перспектив бизнеса для брокерских компаний, пока не случится взрыва. Это, наверно, произойдет, когда Сбербанк (купивший «Тройку Диалог)», сделает какую-нибудь новаторскую систему доступа на фондовый рынок через одно окно. Этот толчок привлечет на российский рынок массы новых инвесторов.

Но что происходит с пакетами бумаг сейчас?

В 90-е годы пакеты распределялись в трех направлениях: ими владели 1) западные хедж-фонды, 2) моноструктуры, принадлежащие различным олигархам, 3) формирующиеся госструктуры. С 2000 по 2008 год добавились M&A-бутики, которые тоже консолидировали крупные блоки. На сегодняшний момент все названные структуры имеют пакеты акций значительного количества российских компаний. Эти пакеты, может быть, не являются контрольными, но являются существенными (их диапазон — от 5 до 25%). И сейчас эти пакеты начинают выходить на рынок: кто-то готов с ними расстаться, кто-то готов их купить. Маленькие компании заинтересованы в том, чтобы их акциями стал владеть широкий спектр инвесторов от госкомпаний до интегрированных холдингов. А «Флеминг», со своей стороны, имеет выход на все названные типы потенциальных держателей пакетов. И мы готовы показать рынку, что у нас есть и эта услуга.

Русские компании будут приобретать технологии, а иностранцы в результате выйдут на интересный локальный рынок.

Из этих пакетов могут появляться очень интересные предприятия.

Допустим, клиент приходит в офис «Флеминг Фэмили энд Партнерс» и просит сформировать ему портфель с определенной доходностью, в который входят определенные типы активов, — акции, бонды, что угодно. Любую задачу такого рода мы выполним. Но разговор может пойти в более интересном направлении. Мы спросим: а у вас есть непрофильные активы? Он ответит «да» и объяснит, какие это активы. И вот тогда мы сможем предложить ему докупить пакет до какого-то интересного объема. Допустим, до контрольного. А ведь об этой возможности он раньше даже не думал.

А иногда, подчеркну еще раз, группа «Флеминг» может инвестировать и самостоятельно. Если это пересекается с ее стратегическими интересами.

То есть, с одной стороны, мы не конкуренты инвестиционным банкам, а с другой, все типы покупателя в совокупности можно найти только в одном месте, и это место — мульти фэмили офис Нам интересны такие появляющиеся пакеты акций. Наличные от продажи бизнеса мы хотели бы взять в доверительное управление, хотели бы продать продавцу структурные продукты, предоставить ему доступ к лучшим мировым брокерским компаниям и так далее. Или же имея продукт и видя интересное предложение по инвестициям, мы сможем предложить клиенту поучаствовать в соинвестировании.Что также является расширением спектра для наших клиентов.

— Скажите, а каков ваш критерий интересности? Вы выбираете определенные сектора? Или имеет значение стоимость пакета?

— О политике по секторам я сейчас не буду рассказывать.

Мы, безусловно, будем смотреть на долги компании, на востребованность и технологичность ее продукции. Если продукт востребован, но не совсем технологичен, то важно понять, насколько он может взаимодействовать с теми блоками, о которых мы уже поговорили. Насколько можно поучаствовать в этой компании через наши фонды. Будем смотреть на компании, которые генерируют определенное количество кэш-потока, ведь они могут показывать интересную для наших клиентов доходность с точки зрения портфельного владения.

— Вы ищете растущие предприятия?

— Стратегия пока прописывается исключительно в головах, мы только начали все обсуждать. Но первая задача — это ведение и развитие тех проектов, которые у группы уже есть, в том числе в майнинговом направлении. Вторая задача — wealth-менеджмент, третья — взаимодействие с фондами прямых инвестиций.

Возникает также ряд совершенно новых задач, которые прежде на российском рынке никто не пытался решить. Но у нас это возможно за счет синергии всех имеющихся у группы направлений. Не использовать их неправильно.

За счет того, что клиентов много и задачи у них разные, мы просто вынуждены искать для них наилучшие решения. А когда ты ищешь клиенту лучшее решение, исходя из его позиций и требований, то видишь больше возможностей выбора.

Мы не инвестбанк и не брокерская компания, наши взгляды шире. За нами нет тысяч счетов физических лиц, у нас нет собственной большой позиции. Зато есть свои интересные проекты в прямых инвестициях. Мы постоянно общаемся с людьми и видим, куда движется их мысль. В этой среде генерируется масса полезной информации. Она представляет значительную ценность сама по себе.

Россия уникальна тем, что здесь практически в любой отрасли технологии устарели. Поэтому передовые технологии придется сюда привозить,

соскочить с нефтяной иглы можно лишь таким способом. И в этом процессе нам хочется оказаться среди первых. Русские компании будут приобретать технологии, а иностранцы в результате выйдут на интересный локальный рынок.

— Крупные компании часто идут за финансированием на Запад. Но есть еще огромный сегмент быстрорастущих высокотехнологичных компаний, находящихся пока в зачаточном состоянии. И эти-то маленькие компании в Лондон за капиталом не пойдут по вполне понятным причинам. Каким вы видите развитие этого сектора?

— Мы можем предоставить нашим клиентам возможность инвестировать в такие компании через создание фондов прямых инвестиций. Мы готовы это обсуждать и с российскими компаниями, и с теми иностранцами, которые готовы прийти на наш рынок.

— А вопросы необходимости экспертизы проектов не возникают?

— Возникают. Но на сегодняшний день во «Флеминге» хорошая команда. В свое время FF&P принял участие в реализации целого ряда крупных российских проектов в сфере полезных ископаемых, золотодобычи. В компании есть специалисты в других больших сегментах, — в real estate, например. Безусловно, бизнес во «Флеминге» очень широк, в нем есть различные крупные направления. И очень сильная команда. Кроме того, здесь хорошая атмосфера. Настоящий фамильный офис. Решения принимаются без промедления и без лишнего бюрократизма. В такой ситуации хочется заключать сделки каждый день. ◻

Падение в налоговую неопределенность

В декабре 2010 года Государственная дума в трех чтениях приняла поправки в Налоговый кодекс, согласно которым с 2011 года изменился режим налогообложения закрытых паевых фондов недвижимости. Из «налоговой лакуны» владельцы паев попали в ситуацию, когда им придется платить налоги дважды — и как владельцам ценной бумаги, и как владельцам недвижимости.

О сложной ситуации, сложившейся в связи с этим в отрасли коллективных инвестиций, беседуют президент Национальной лиги управляющих Дмитрий Александров, управляющий директор «Ренессанс Недвижимость» Екатерина Константинова, генеральный директоров ЗАО «ВТБ-Капитал Управление Активами» Наталия Плугарь.

Модераторы дискуссии — Алексей Тимофеев и Ольга Кудинова.

— **Сколько у нас сейчас паевых фондов, в том числе закрытых фондов недвижимости?**

Дмитриий Александров: У нас зарегистрировано порядка 1100 ПИФов, из них закрытых – больше половины, примерно 670.

Наталия Плугарь: Из них не меньше 500 — это ЗПИФы недвижимости.

Д.А: Если оценивать по активам, то это процентов 80, если не 90. С 2007–2008 годов они стали переходить в ПИФы для квалифицированных инвесторов, по которым информация не раскрывается, поэтому точно сложно сказать, сколько сейчас там активов.

— **Сколько граждан являются инвесторами ЗПИФов?**

Д.А.: Я думаю, больше 50 тысяч.

— **А сколько вообще сейчас пайщиков в ПИФах?**

Д.А.: Около миллиона пайщиков. Открытых счетов, конечно, больше.

— **Миллион, включая тех, которые перешли из чековых фондов?**

Д.А.: С ними полтора миллиона точно будет.

Н.П.: Точно сказать нельзя, поскольку у одного пайщика может оказаться по несколько счетов и в разных в управляющих компаниях — мы, например, предлагаем корзину паев разных фондов, следовательно, наши пайщики открывают сразу несколько счетов.

— Существуют ли управляющие, которые специализируются только на открытых и интервальных фондах?

Екатерина Константинова: Да, конечно.

Д.А.: Часто это управляющие компании, которые возникли из банковских холдингов, у которых есть широкие филиальные сети: ВТБ, Банк Москвы, Уралсиб, сейчас еще и Сбербанк. Во-первых, такие управляющие компании распространяют через эти сети паи своих ПИФов, во-вторых, у них намного снижаются затраты, потому что они пользуются услугами банковских структур — риск-менеджмент, IT, юристы. Соответственно, идет аллокация, и из-за этого бизнес УК более рентабельный.

— Что произошло в связи с изменением режима налогообложения?

Д.А.: Паевой инвестиционный фонд, в котором есть недвижимое имущество, теперь должен платить налог на имущество и на землю. Раньше такие налоги в закрытом ПИФе не уплачивались.

Соответственно, теперь управляющие компании должны оценить, насколько этот бизнес рентабелен. Результаты этих изменений, скорее всего, мы увидим в 1 квартале 2012 года, когда будут известны налоговые платежи и рассчитана рентабельность бизнеса.

В результате двойных налоговых новаций пайщики-физические лица попадают под двойное налогообложение. И это негативно отразится на желании

Когда во вторник, 16 ноября 2010 года, Национальной лиге управляющих стало известно о том, что на заседании Государственной думы в четверг, 18 ноября, будут приняты в двух чтениях, поправки, вводящие налог на имущество в ЗПИФах, было решено направить коллективное обращение Президенту РФ, которое, кроме НЛУ, подписали руководители НАУФОР, Национальной фондовой ассоциации и Национальной ассоциации негосударственных пенсионных фондов.

«Реализация норм проекта приведет к двойному налогообложению, то есть налог на имущество должны будут уплачивать и физические лица – владельцы инвестиционных паев, и управляющие компании, учитывая, что проект не содержит каких-либо изменений в Закон Российской Федерации «О налогах на имущество физических лиц», касающихся исключения обязанности по уплате налогов владельцами инвестиционных паев.

Проект не учитывает разные ставки налога на имущество для российских и иностранных юридических и физических лиц, которые являются владельцами инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов.

В Проекте отсутствует механизм определения налоговых периодов, налоговой базы, порядка исчисления налога в зависимости от категории владельцев инвестиционных паев, также не учитывается, что состав владельцев инвестиционных паев может меняться ежедневно».

Рассмотрение поправок состоялось в Государственной думе 18 ноября 2010 года и было принято в двух чтениях в один день. Единственное, чего удалось добиться, – чтобы налог на имущество ЗПИФа выплачивался из средств фонда, а не управляющей компании.

инвесторов вкладываться в ЗПИФы недвижимости.

Мы ожидаем, что ко второму кварталу 2012 года количество ЗПИФов недвижимости может резко уменьшиться.

— Зачем нужны ЗПИФы недвижимости

Е.К.: Обычное физическое лицо не в состоянии самостоятельно инвестировать в рынок, например, коммерческой недвижимости, который может демонстрировать доходность от 5 до 25% в год, если оно не обладает очень серьезными финансовыми возможностями. Объем инвестирования, необходимый для приобретения коммерческой недвижимости, «начинается» от 5–10 млн долларов. Кроме того, приобретение объекта и последующее управление требует команды профессионалов – инвестиционных специалистов, юристов, технических экспертов, квалифицированных управляющих недвижимостью.

Управляющая компания объединяет средства российских частных инвесторов, российских и западных институциональных инвесторов и оценивает инвестиционную привлекательность объекта. После завершения сделки купли-продажи объекта в состав активов фонда управляющая компания заключает договоры на техническую эксплуатацию объекта, сдает объект или работает с существующими арендаторами, реконструирует объект, если это необходимо, собирает платежи и выплачивает пайщикам инвестиционный доход на ежегодной основе, если это предусмотрено Правилами фонда.

Почему, на наш взгляд, закрытые фонды недвижимости важны и полезны — средства российских коллективных и западных институциональных инвесторов аккумулируются и направляются в реальную экономику.

Россияне получают возможность участвовать и в рынке коммерческой недвижимости, в котором они не могли бы участвовать в качестве индивидуальных инвесторов, и в рынке жилой недвижимости.

Н.П.: За границей, как правило, обычные физические лица самостоятельно не занимаются бизнесом, связанным с недвижимостью, — не покупают квартиры, чтобы сдавать в аренду, — этим занимаются профессиональные менеджеры. Там инструментарий вложения средств частного инвестора в фонды недвижимости намного более развит.

Е.К.: Большая часть коммерческой недвижимости в США принадлежит фондам.

Д.А.: В мире это поощряется, так как является альтернативой дорогим кредитным средствам. И это как раз та модель, которая в кризисном 2008 году могла сработать на повышение ликвидности и привлечение некредитных средств в экономику.

Е.К.: Инвестиции в рынок недвижимости — это хорошая защита от инфляции. В настоящий момент сильны инфляционные ожидания, учитывая объем денежных средств, закаченный в экономики разных стран во время и после кризиса. Мы сейчас видим большое количество частных инвесторов, которые бросились покупать квартиры в целях защиты своих сбережений от инфляции.

Д.А.: ЗПИФ — это еще и выход из тени бенефициаров и защита бизнеса. К примеру, при предъявлении иска к пайщику и требовании об аресте его имущества предметом такого ареста не будет имущество ПИФа. Арест может быть наложен только на пай, любой другой пайщик, физлицо или юрлицо, от таких действий не пострадает. Если паи в результате исполнительного производства реализуются, появится новый пайщик и...

Н.П.: ...даже если этим пайщиком станет государство или крупный банк, они будут в равных отношениях со всеми другими пайщиками. И что самое

главное, недвижимость внутри фонда будет продолжать работать. Это хорошо, потому что не позволяет распродавать бизнес по частям из-за судебных тяжб одного пайщика. Это может быть и антирейдерской защитой.

— **Способность избежать рейдерских захватов — это очень серьезный мотив...**

Н.П.: Ни один из рейдеров к управляющей компании не приходил.

Есть примеры, когда к нам обращались инвесторы с желанием перевести акции принадлежащей им компании, владеющей недвижимостью, в паевой фонд, чтобы избежать захвата.

Д.А.: Такой инструмент, как ЗПИФ, способствовал тому, что часть бенефициаров «вышла из тени», потому что они стали показывать принадлежащую им недвижимость в фонде, уменьшая издержки.

Сделав официальную налоговую преференцию, государство стимулировало обеление рынка недвижимости, и это было очень позитивно.

Это было одним из аргументов, когда в 2006 году представители Госдумы согласилась не вводить эти налоги. Мы говорили: давайте подождем 15–20 лет, когда рынок обелится, встанет на ноги, когда в фондах появятся деньги, после этого, соответственно, можно и налоги вводить.

Н.П.: В России нет нормального прозрачного рынка арендуемых площадей. На сегодняшний момент он весь «серый». А ведь можно было делать очень хорошие рентные фонды. Это и обеляло бы рынок, и сделало бы его защищенным для собственников, потому что уже управляющие компании профессионально управляли бы недвижимостью, занимались бы арендаторами.

Е.К.: Конечно, это мечта, чтобы каждый розничный инвестор, обладая 300 тыс. рублей, мог бы прийти в управляющую компанию или на вторичный рынок и выбрать какой-то фонд, который больше отвечает инвестиционными

задачам, ожидаемому уровню доходности и соответствует приемлемому уровню риска. Но это то, к чему хотелось бы стремиться.

Например, девелоперский фонд, где средства инвесторов вкладываются в строительство объектов коммерческой и жилой недвижимости, предполагает достаточно высокий уровень риска, но и, возможно, более высокий уровень доходности. Если это рентный фонд – то это доходность от 7 до15%, но риск гораздо ниже, потому что объект уже построен, сдан в аренду и генерирует достаточно предсказуемые потоки арендных платежей.

Д.А.: И пенсионные средства тоже хорошо инвестировать в ЗПИФы недвижимости – гарантированный доход при минимальных рисках.

Физкультпривет из Госдумы

Е.К.: С 1 января 2011 года управляющие компании обязали за счет имущества фонда платить налог на имущество.

Д.А.: И, по сути, то, что было привлекательным в ЗПИФе недвижимости, государство убило одним росчерком пера.

Н.П.: Причем абсолютно неожиданно — никто же не был готов. Это все провели очень быстро в конце ноября прошлого года. А с января этого новое законодательство уже вступило в силу.

Д.А.: Не спрашивали мнения чиновников-профессионалов, и, конечно, никто не советовался с бизнесом. Поправка была внесена сразу ко второму чтению заместителем председателя комитета Госдумы по физкультуре, уже после заседания профильного комитета. Даже ФСФР не знала, что будет меняться налогообложение подконтрольных ей ЗПИФов.

Хорошо, что удалось внести поправку о том, что налог платится из имущества фонда.

Н.П.: Поправка проводилась совсем под другим названием, причем к

закону, льготирующему налогообложение…

Д.А.: В двух чтениях поправки прошли в один день, это была последняя неделя ноября, чтобы все вступило с 2011 года, нужно было успеть принять и за месяц опубликовать. Во вторник следующей недели поправки уже были поддержаны Советом Федерации, а в воскресенье подписаны президентом.

Н.П.: При этом такая же поправка к 90 главе Налогового кодекса про ЗПИФы была предложена еще летом, размещена на сайте Минфина. К ней пришло много замечаний: писали, встречались, поняли, что в таком виде она не пройдет.

Д.А: Потому что в непроработанном виде она нежизнеспособна. Требовалось кропотливо работать и шаг за шагом решать вопрос. Скорее всего, уперлись бы в необходимость писать в отдельную главу налогового кодекса. Вот и поступили исподтишка.

Е.К.: Теперь в фондах нужно поддерживать определенный уровень ликвидности. Во многих фондах нет никаких возможностей, помимо поступления арендных платежей, иметь какие-то дополнительные денежные средства, потому что в конце года весь накопленный инвестиционный доход был выплачен пайщикам.

Н.П.: Мало того, чтобы увеличить размер фонда, нужно собрать общее собрание пайщиков, принять решение, внести изменения в правила, зарегистрировать их. То есть это месяцы времени…

Д.А.: …и если все пайщики согласятся.

Н.П.: Казалось бы, есть другой выход — управляющая компания может взять кредит на уплату налога. Но проблема в том, что ПИФ не сможет вернуть эти деньги, потому что это запрещено законом об инвестфондах. Из ПИФа мы можем только возместить полученный УК кредит, который был взят на выплату денег при погашении паев.

С этой точки зрения ситуация для сегодняшнего дня является патовой.

Поправки приняты — механизм реализации отсутствует

Е.К: Для того чтобы заплатить налог, надо встать на учет по месту нахождения объектов. Мы пытались встать на налоговый учет, когда еще в 2006 году запускали фонды, с самого начала, как только у нас были приобретены объекты — а это Москва и регионы. На всякий случай. И мы столкнулись с проблемами.

Сейчас в рамках измененного законодательства УК в отношении имущества, принадлежащего ПИФ, обязаны встать на учет, и в некоторых инспекциях возникают сложности, особенно в регионах.

Н.П.: В соответствии с налоговым кодексом учет налогоплательщиков, имеющих недвижимость на балансе, осуществляет налоговая инспекция на основании информации, которую она получает от регистрационной палаты.

Поскольку регистрационная палата не предоставляет информацию об имуществе в паевом инвестиционном фонде, потому что ПИФ — это не налогоплательщик и не юридическое лицо, встает вопрос «как это делать?». Минфин в своем разъяснении написал: «обращайтесь в налоговую инспекцию и определяйте с ними особый порядок учета».

Мы, например, обратились в налоговую инспекцию в Ленинградской области, там устно согласились — мы же хотим платить налог. А письменно прислали отказ, поскольку у них нет официальной информации о наличии у нас недвижимости. Ни о том, какие документы надо представить, ни как учитывать нового налогоплательщика — все на уровне «кто во что горазд».

Д.А.: Если мы заплатим, не встав на учет, эти деньги не попадут в бюджет, потому что они не смогут их зачислить.

Е.К.: Мы хотим платить налоги, но скажите нам как!

Н.П.: То есть я должна прийти в налоговую инспекцию и сказать: «Поставьте меня на учет, пожалуйста, хотя это не предусмотрено Налоговым кодексом, но уж очень хочется — поставьте».

Ситуация ведь в чем: эта поправка противоречит части первой Налогового кодекса!

Первый вопрос — кто мы. Что значит «налог платится у управляющей компании»? Нет такой категории налогоплательщика или налогового агента — ее вообще не существует. А это должно быть указано в налоговом кодексе.

Разница большая. Если мы налоговые агенты, то мы не будем нести ответственность за уплату самого налога, и с нас не смогут его взыскать как таковой. Если налогоплательщики — то, несмотря на то что после ожесточенной борьбы с участием ФСФР появилась фраза, что налог платится из имущества фонда, возникает вопрос: а если в имуществе фонда нет денежных средств, что будет?

Моя точка зрения — необходимо выделить имущество паевого фонда как отдельный объект налогообложения. Тогда можно было бы описать, как оценивается такой объект, и написать отдельные правила для того, как определить налоговую базу, кто плательщик, каким образом вставать на учет. И лучше, чтобы УК были налоговым агентом.

Но исходя из тех разъяснений, которые мы получаем от Минфина, причем всегда с припиской, на всякий случай, что «разъяснения не носят нормативный характер», вопросов много. Нас бросили в налоговую неопределенность.

Е.К.: Поскольку налоги считаются нарастающим итогом, самое главное,

чтобы до конца этого года была разъяснена позиция, как уплачивать, что является базой, кто является налогоплательщиком. Время еще есть.

Н.П.: Если мы становимся налогоплательщиком, о чем заявил в своем письме Минфин, то ситуация для части УК совершенно безвыходная. Потому что на пайщиков возложить налоговую ответственность нельзя. Если в фонде нет живых денег, мы не виноваты, но должны платить пени, штрафы за счет собственных денег, поскольку из НИФа платить пени-штрафы запрещено законом и получается, что управляющая компания оказывается просто…

Е.К.: ...в патовой ситуации!

Н.П.: Потому что первая же уплата налога уменьшит собственные средства УК. Налоги — они ведь немаленькие. При этом если у управляющей компании есть еще какой-нибудь бизнес, то она потеряет и его.

Е.К.: При этом управляющая компания не является ни балансодержателем, ни выгодоприобретателем.

Н.П.: То есть это не наше имущество. Если посмотрим Налоговый кодекс первую часть — там четко написано, что «налог уплачивается за счет собственных средств налогоплательщика».

Е.К.: Нужны совершенно четкие правила игры. Законодательством до сих пор четко не определено, от какой стоимости нужно рассчитывать налог на имущество.

Мы оказались между молотом и наковальней — с одной стороны, у нас есть риски, что государство скажет «вы недоплачиваете», а с другой стороны, пайщики скажут «а вы на основании каких документов такой высокий налог заплатили?». Сложилась ситуация, когда нам нужны четкие разъяснения, как действовать.

Н.П.: Мы оказываемся в неравных условиях с обычными налогоплательщиками.

Вопрос не только в оценке, а еще в том, что для всех плательщиков указывается объект налогообложения — основные средства, при этом нормативно установлено, что к ним относится. У нас в учете ПИФ такого понятия нет. У нас все — просто недвижимость.

Возьмем, например, гостиницу, которая есть в паевом фонде. Это не редкость, я сама как-то жила в гостинице, которая упакована в ПИФ. Абсолютно нормальная гостиница.

В обычной гостинице не все имущество учитывается как основные средства. Есть имущество, которое учитывается на разных счетах.

У нас нормативно введен другой порядок учета, и в активах не может быть, к примеру, стульев и столов. То есть все, что приобретается для гостиницы, для ее функционирования, все становится ее неотъемлемой частью…

Е.К.: …и базы для расчета налога.

Н.П.: И мы платим — даже если по балансу, а не по оценке, — все равно больше, чем если бы платили только с основных средств, потому что база оказывается больше.

Теперь что касается оценки. Когда мы говорили об управляющих компаниях, то можно дискутировать, кто мы — налоговые агенты или налогоплательщики, но налоговая база совершенно четко описана в 30 главе Налогового кодекса. Непонятно, откуда появляются разъяснения, противоречащие этой главе. В Налоговом кодексе есть остаточная стоимость. Если у тебя нет, например, остаточной стоимости, ты можешь посчитать стоимость приобретения, износ, и это будет твоя налоговая база. Третьего не дано! Почему предлагается платить с оценочной стоимости, непонятно.

Е.К.: И на растущем рынке она будет расти.

Н.П.: А если взять обычное юрлицо, у которого есть недвижимость, то каждый год идет амортизация, остаточная стоимость уменьшается.

Е.К.: Рынок недвижимости, как и другие рынки, цикличный. В России с 2004 по 2008 годы стоимость коммерческой недвижимости росла в среднем на 10–20% в год. В середине 2008 — начале 2009 года наступил серьезный кризис. Объекты недвижимости упали в цене на 30–40%.

С середины 2009 года рынок недвижимости начал восстанавливаться и сейчас находится в стадии роста. Соответственно, пайщику придется платить более высокий налог на имущество.

Д.А.: И инвестор-пайщик начинает понимать, что он оказывается в неравной ситуации: он платит не с балансовой стоимости, а с оценочной, а как физлицо еще платил бы меньше ставку налога.

Е.К.: А должны быть условия по налогообложению не хуже, чем если бы частные инвесторы самостоятельно инвестировали в рынок недвижимости. Создание условий, которые ухудшают положение частных инвесторов на рынке коллективных инвестиций, может привести к тому, что эта индустрия перестанет быть для них привлекательной.

Сигналы от государства

Е.К.: Мы своих пайщиков всегда предупреждали и все модели рассчитывали исходя из предпосылки того, что налоги будут платиться. Потом внесли изменения в налоговый кодекс в части НДС. НДС мы всегда хотели платить. И налог на имущество мы тоже хотели платить, но, конечно, так, чтобы не ухудшалась ситуация для частного инвестора.

Д.А.: В Минфине создана рабочая группа, в которой обсуждается вопрос об уплате налогов на недвижимость для всех по оценочной стоимости, основная цель — выйти на уплату налога на имущество по оценочной стоимости, а не по балансовой. Чтобы налоги с квартир, например, в центре Москвы были выше.

Если говорить про ЗПИФы как про модель, то можно еще добавить, что в 2008 году мы вели активную беседу с г-ном Шаталовым. Это был кризис и для застройщиков — банки не давали кредиты, и девелоперы не могли закончить свои стройки. Мы предлагали ЗПИФы как раз для завершения строительных проектов. Если строящийся дом продан на 70%, то его можно запаковать в ЗПИФ, аккумулируя дополнительные средства частных и институциональных инвесторов. Проект можно довести до конца, а прибыль инвестировать в следующий проект.

На что г-н Шаталов сказал — почему мы должны вам давать преимущества? Вот и все.

Н.П.: Если государство хочет, чтобы в России были длинные инвестиции, чтобы деньги вкладывались в реальную экономику, в ее развитие, а не в спекулятивные операции на фондовом рынке, то необходимы сигналы от государства.

Е.К.: Возможным решением проблемы со ставкой могло бы быть применение разных ставок в соответствии с налоговым статусом пайщика — юридические лица платят в соответствии со своим налоговым статусом, физические — в соответствии со своим. Нам важно, чтобы индустрия закрытых паевых фондов недвижимости росла. Мы с Наталией стояли у истоков создания индустрии фондов недвижимости и, конечно, заинтересованы, чтобы она развивалась, чтобы пайщиков становилось больше, чтобы больше средств поступало в рынок российской недвижимости и реальный сектор экономики!

Н.П.: У нас же сейчас странные вещи происходят: физическое лицо, пользующееся жилой недвижимостью, платит один налог. Как только эта недвижимость попадает в ПИФ — физлицо ведь может внести недвижимость в ПИФ — все, тут же меняется статус.

Количество ЗПИФов на конец 2010 года (по данным НЛУ):

Фонды акций	28
Фонды облигаций	1
Фонды смешанных инвестиций	26
Хедж-фонды	6
Ипотечные фонды	11
Фонды художественных ценностей	1
Фонды венчурных инвестиций	62
Фонды недвижимости	478
Фонды прямых инвестиций	46
Рентные фонды	53
Кредитные фонды	58
Всего:	**770**

Количество всех ПИФов на конец 2010 года — 1251
Количество пайщиков всех ЗПИФов — около 22000
Количество пайщиков ЗПИФов
для квалифицированных инвесторов — около 15000

То есть это же физическое лицо, которое оказывается владельцем пая, вдруг попадает в другой налоговый режим. И что самое алогичное — никто его не освобождает от налога собственного! Как у физического лица — у него есть закон о налоге на имущество физических лиц, по которому оно должно платить налог на имущество. Здесь, принимая эти поправки...

Е.К.: ...в соответствии с которыми управляющая компания платит налог на имущество…

Н.П.: .. никто вообще не подумал о физических лицах.

Невежество — не аргумент?

Е.К.: Суть фондов недвижимости — секьюритизация и институционализация многомиллиардного рынка российской недвижимости.

Н.П.: И пока не было налога, все было нормально.

Е.К.: Вместо того чтобы покупать объект недвижимости или долю в объекте недвижимости и самостоятельно занимать управлением, можно купить ценную бумагу (пай), которая удостоверяет право пайщика на долю имущества в конкретном фонде. Тогда недвижимость становится более ликвидным инструментом, и мы переходим из рынка недвижимости в рынок ценных бумаг.

Мы, по сути, создали новую ценную бумагу, за которой стоит недвижимость либо девелоперские проекты. И которая позволяет физическим лицам и институциональным инвесторам в рынке коммерческой недвижимости участвовать, не будучи профессионалами. В Америке этим занимаются real estate investment trusts, и их принцип работы использовался, когда мы дорабатывали законодательство об инвестфондах.

Большинством коммерческой недвижимости в США владеют именно real estate investment trusts. За ними стоят миллионы и миллионы пайщиков, там

прозрачное налогообложение и нет никаких двойных налогов.

Н.П.: В каких-то странах льготированная ставка, где-то отложеный налог на имущество.

Д.А.: Могу привести пример в отношении Швейцарии. У них к листингу А1 приравнена швейцарская недвижимость, находящаяся в ЗПИФ. То есть государство понимает, что она оценена по рыночной стоимости, и доверяет этому инструменту. И даже будущих пенсионеров подталкивает инвестировать в швейцарскую недвижимость.

Н.П.: В Швейцарии стимулируют добровольное пенсионное обеспечение через паевые пенсионные фонды, которые могут приобретать ценные бумаги и недвижимость. Они используют инструмент ПИФов недвижимости даже в пенсионных целях.

— Это общая проблема – ценные бумаги, возможностями которых там могут воспользоваться, у нас воспользоваться не могут.

Е.К.: Там пай — это ценная бумага, которая живет по закону рынка ценных бумаг. А у нас пай фонда недвижимости начинает опять превращаться в недвижимое имущество. Мы от этого уходили, мы превращали недвижимость в ценную бумагу, и наши пайщики с 2004 года владели ценными бумагами.

Н.П.: Причем не только здесь, в разъяснениях Центрального банка тоже.

Д.А.: У банков после кризиса на балансах скопилось большое количество недвижимого имущества. Если бы можно было все это аккумулировать в ЗПИФ, для банка это был бы актив. А из-за позиции Центрального банка, который не считает пай ЗПИФа ценной бумагой, банки вынуждены делать повышенную норму резервирования, так как это для них пассивы. Соответственно, вместо того чтобы увеличить капитализацию банковской сферы, для банков мы убиваем, по сути, целый рынок.

— Как ведут себя пайщики?

Е.К.: Пайщики, конечно, хотят определенности. Хотя для нашей управляющей компании ничего страшного не произошло, в одном из наших фондов в прошлом году доходность была 24,1%. И если доходность уменьшится на 2,2% от того объема активов, который проинвестирован в недвижимость, ничего драматического не произойдет. Но главное — нам нужны четкие нормы и указания, которым мы могли бы досконально следовать, рассчитывая и уплачивая налоги.

Н.П.: Самая большая проблема в России — защита инвестиций, и не только в недвижимость. Отсутствие уверенности в том, что правила игры во время игры не поменяются, не способствует развитию рынка.

Е.К.: В ближайшие два-три года ожидается рост и на рынке коммерческой, и жилой недвижимости, и сейчас нужно создать условия, чтобы коллективные инвесторы могли по понятным правилам в эту индустрию инвестировать.

И моя личная точка зрения — надо платить налоги и поддерживать бюджет, но налоги надо платить в соответствии с четко прописанными инструкциями.

Д.А.: На сегодняшний день, видимо, ЗПИФ недвижимости — слишком умный механизм для понимания. Его налаживание — это непростая работа, которую никто делать не хочет. Проще найти «жирных котов», сказать, что они «заелись», и ввести налог, чем начать разбираться в этой тематике, в механизмах, которые мы здесь озвучили.

Сейчас государство вводит льготы для АИЖК, а ровно такие же ипотечные бумаги мог бы создавать любой банк под свои активы. И опять же из-за позиции ЦБ РФ и мягкой позиции ФСФР России сделать этого не удалось.

Е.К.: Пока же мы надеемся, что соберется экспертная группа и доработает законодательство, и мы готовы очень активно участвовать в этом процессе. И до конца года нужно внести изменения в налоговый кодекс, и желательно, чтобы это была отдельная статья, которая подробно описывает налогообложение ЗПИФов.

Н.П.: И желательно с определенными преференциями, если государству эта отрасль нужна. ◻

Виктор Коновалов
заместитель директора «Интерфакс-ЦЭА»

Тихих гаваней нет

Рынок акций РФ по итогам I квартала оказался в лидерах роста, индексы в марте обновили годовые максимумы

Российский рынок акций, хотя и оказался в марте в «середнячках», тем не менее по итогам первого квартала 2011 года вошел в тройку лидеров по темпам роста среди emerging markets, для которых агентство Standard & Poor's рассчитывает страновые инвестиционные индексы S&P/IFCI, заметно обогнав «собратьев» по БРИК.

Индекс РТС в марте вырос на 3,77%, до 2044,2 (за квартал — 15,47%). Индекс ММВБ прибавил 2%, поднявшись до 1813,59 (за квартал — 7,44%).

Российский индекс S&P/IFCI за январь-март вырос на 14%, показав третий результат из 20 фондовых индикаторов emerging markets. При этом китайский индекс вырос всего на 4%, бразильский — на 2,35%, а фондовый индекс Индии вообще упал почти на 6%. Лидерами роста по итогам квартала оказались фондовые рынки Венгрии (+20,3%) и Чехии (+15%), в конце прошлого года они активно восстанавливались на волне роста опасений относительно долговых проблем периферийных стран еврозоны. Аутсайдером же стал египетский фондовый рынок, потерявший за первые три месяца года 23,5%.

Итоги же марта оказались для отечественного фондового рынка более скромными — рост всего на 4,5% (11-й результат из 20). Индийский рынок вырос за месяц на 10,4%, китайский — на 5,6%, бразильский — на 4%.

Попытка преодоления 2000 пунктов

Ситуация на российском рынке акций в течение марта не была такой уж однозначной, особенно в начале второй декады. Индекс РТС по итогам прошедшего месяца вырос на 3,77%, составив 2044,2 пункта на закрытие торгов 31 марта (квартальный рост составил 15,47%). Индекс ММВБ прибавил в марте 2%, поднявшись до 1813,59 пункта (рост индикатора за квартал — 7,44%).

Большую часть первой декады месяца рынок акций РФ чувствовал себя относительно уверенно и даже превысил психологически важную отметку в 2000 пунктов по индексу РТС на фоне роста нефтяных цен, подъема мировых фондовых площадок и укрепления рубля. Дорогая нефть поддержала сектор российских нефтяных акций, но одновременно стала сдерживающим фактором для роста внешних фондовых бирж, поскольку

В этой статье:

Внешний фон движения рынка.

Рекорды российского рынка.

Суверенные бонды России в марте.

высокие сырьевые цены несут в себе угрозу торможения мировой экономики.

Поддержку ценам оказывало разрастание конфликта на Ближнем Востоке и Северной Африке, затронувшего Оман, — крупнейшего в регионе производителя нефти, не входящего в ОПЕК. При этом Ливия, ставшая эпицентром конфликта, сократила добычу «черного золота» более чем на 1 млн баррелей в сутки.

Рост на американском рынке акций в начале месяца произошел в связи с заявлениями известного американского инвестора Уоррена Баффета, который с оптимизмом отозвался о перспективах экономики США и заявил о готовности к новым крупным покупкам. Кроме того, в США вышли хорошие данные о доходах населения (доходы в январе выросли на 1% при прогнозах роста на 0,4%), укрепившие уверенность инвесторов в том, что восстановление мировой экономики продолжится.

Позитивной для мировых фондовых рынков была также статистика с рынка труда Европы: безработица в Германии в феврале снизилась до минимума с декабря 1991 года, безработица в странах еврозоны в январе также сократилась. В США лучше ожиданий оказались данные о деловой активности в производственном секторе (индекс ISM Manufacturing в феврале вырос сильнее прогнозов) и статданные ADP, показавшие рост числа рабочих мест в феврале на 217 тыс., тогда как ожидался подъем на 180 тыс. Чуть позже позитива добавили официальные данные с американского рынка труда — уровень безработицы в стране упал до 8,9% с 9% в январе, тогда как аналитики ожидали роста показателя до 9,1%, а количество созданных рабочих мест в частном секторе экономики страны достигло 222 тыс. при прогнозах в 200 тыс.

Провальная середина месяца

В конце первой декады марта отечественный рынок акций рухнул к уровням конца февраля из-за опасений замедления мировой экономики. Индексы в США пошли вниз вслед за эскалацией политической напряженности в Ливии. Та в свою очередь привела к росту цен на нефть, в Азии падение фондовых индикаторов было спровоцировано повышением процентных ставок центробанками Южной Кореи и Таиланда, а также пересмотром в меньшую сторону динамики японского ВВП за четвертый квартал.

В дальнейшем рынок акций РФ продолжил снижение на негативе, усугубленным сильнейшим за 140 лет землетрясением в Японии. На всех мировых фондовых площадках отмечались распродажи акций – гражданская война в Ливии, слабые данные о заявках на пособие по безработице в США и инфляции в Китае заставляли инвесторов задуматься об устойчивости восстановления мировой экономики.

Потребительские цены в Китае выросли в феврале на 4,9% при прогнозах роста на 4,8%, а цены производителей подскочили на 7,2%. Объем промышленного производства в КНР увеличился в январе-феврале на 14,1% по сравнению с тем же периодом 2010 года. По мнению аналитиков, данные об инфляции и промпроизводстве, скорее всего, заставят ЦБ Китая продолжить ужесточение денежно-кредитной политики.

Негативом для инвесторов стало также снижение международным рейтинговым агентством Moody's рейтинга гособлигаций Испании на одну ступень (с «Aa1» до «Aa2») с негативным прогнозом.

Пик падения российского рынка акций пришелся на 15 марта, когда рынок опускался ниже 1900 пунктов по индексу РТС и 1700 пунктов по индексу ММВБ на рекордных с октября 2009 года объемах торгов на ФБ ММВБ. Откат произошел вслед за мировыми площадками во главе с Японией, где ширились масштабы бедствия после землетрясения. После информации о значительной утечке радиации с поврежденной АЭС на северо-востоке Японии падение японского индекса Nikkei 225 достигало 13% (максимальное снижение с 1987 года).

Кроме того, в США цены производителей (индекс PPI) выросли в феврале на рекордные 1,6% относительно предыдущего месяца при прогнозах роста всего на 0,7%, а число новостроек в этом месяце упало на рекордные с марта 1984 года 22,5% — до 479 тыс. домов (минимум с апреля 2009 года) — при ожидавшемся сокращении всего на 5%.

Новые рекордные уровни

После падения российский рынок акций смог не только восстановиться до уровней первой декады марта, но и обновить годовые максимумы вслед за ростом мировых фондовых и сырьевых площадок, а также благодаря высокой денежной ликвидности банковского сектора. Поддержку рынку оказала дорогая нефть на фоне сохраняющейся политической напряженности на Ближнем Востоке и Северной Африке, а также нормализация ситуации в Японии. Рынки поддержали также экстренные денежные вливания Банка Японии и решения министров финансов и глав ЦБ стран «большой семерки» (G7) о совместных интервенциях на валютном рынке с целью сдерживания роста курса иены.

В начале третьей декады марта рост активности покупателей на мировых фондовых рынках был вызван началом боевых действий международной коалиции (в которую вошли США, Великобритания, Франция, Италия, Канада и ряд других стран) против режима Муамара Каддафи после того, как совет безопасности ООН одобрил создание бесполетной зоны над Ливией.

В США вышли хорошие окончательные данные о ВВП за IV квартал (оценка роста была повышена до 3,1 с 2,8%, в то время как ожидался рост всего до 3%), и данные о расходах населения в феврале (расходы выросли на 0,7% при прогнозах увеличения на 0,5%). Оптимизм игроков поддерживали также сообщения из США о нескольких сделках в сфере слияния и поглощения. Так, американская телекоммуникационная компания AT&T договорилась о покупке у Deutsche Telekom оператора мобильной связи T-Mobile USA за 39 млрд долларов, что приведет к созданию крупнейшего оператора мобильной связи в США.

В свою очередь нефть возобновила подъем и достигла максимумов с лета 2008 года на опасениях, что конфликт в Ливии затянется, в результате чего страна надолго прекратит экспорт нефти.

Лидеры и аутсайдеры

Лидерами роста курсовой стоимости среди ценных бумаг, прошедших листинг на ФБ ММВБ, в марте стали обыкновенные акции АФК «Система» (+14,3%), «Ростелекома» (+10,8%), ГМК «Норильский никель» (+6,8%), «ОГК-4» (+6,1%), АО «Диод» (+5,9%) и «Татнефти» (+5,8%). В свою очередь в лидеры падения выбились акции группы компаний «Русское море» (-19,5%), «ТГК-6» (-18,1%), «Распадской» (-15%), «МРСК Сибири» (-13,8%), «Росинтер Ресторантс Холдинга» (-13,6%), «Системы ГАЛС» (-13,6%), группы «Разгуляй» (-12,8%) и группы компаний «ПИК» (-12,2%).

Рост спроса на акции «Ростелекома» в марте наблюдался на новостях о том, что MSCI намерена включить с 1 июня ценные бумаги компании в индексы MSCI Global Standard, а также после прекращения торгов акциями восемью «дочками» «Связьинвеста» в связи с их реорганизацией и присоединением к «Ростелекому».

Активный рост акций «Норникеля» наблюдался после того, как «РусАл» отказался продавать свои 20% акций ГМК за 12,8 млрд долларов. Эти новости вызвали ожидания, что «Норникель» сохранит избыточные финансовые резервы, и оставили надежду на дивиденды в 2011 году. Кроме того, данное событие повысило вероятность продолжения программы buyback по акциям ГМК. Новости о том, что ХК «Металлоинвест» планирует приобретать акции ГМК на рынке (об этом заявил основной владелец холдинга Алишер Усманов), также позитивно сказались на акциях «Норникеля».

Заметный рост стоимости акций «Татнефти» произошел на ожиданиях выплат высоких дивидендов, а также новостей о планах создания СП с канадской нефтедобывающей компанией Enersul по добыче и переработке тяжелой нефти и битумов в Татарстане.

Лучше рынка в марте смотрелись и бумаги, не входящие в листинг «Газпрома» (+8,7%). Это происходило на ожиданиях роста спроса на газ в свете ядерного кризиса в Японии и сокращения поставок газа и нефти из Ливии. Котировки же акций газового концерна обновили максимумы с начала сентября 2008 года, так как бумаги выступили в качестве защитных активов на общем падении рынка во второй декаде месяца.

Суверенные спреды евробондов РФ

Рынок российских еврооблигаций в марте практически полностью повторял динамику рынка акций. Факторы влияния были практически одними и теми же, за исключением лишь того, что месячные максимумы в этом сегменте рынка были достигнуты не в ходе второй волны роста, а в ходе первой. Котировки наиболее ликвидного тридцатилетнего выпуска суверенных евробондов 7-8 марта достигали отметки 117,2% от номинала, а их доходность опускалась до 4,55% годовых. Спред к американским казначейским облигациям при этом вплотную приближался к отметке 100 базисных пунктов, то есть к минимумам с марта-апреля прошлого года.

Цены отечественной «тридцатки» по итогам месяца выросли на 0,85% (до 116,86% от номинала), а их спред к десятилетним US Treasuries сузился на 13 базисных пунктов (до 118 базисных пунктов) в основном за счет роста стоимости котировок и соответствующего снижения доходности отечественных бумаг. Доходность «Россия-30» снизилась в марте на девять базисных пунктов – до 4,65% годовых, в то время как доходность десятилетних казначейских облигаций США выросла за месяц на чтыре пункта, составив 31 марта 3,47% годовых.

Цены большинства выпусков как суверенных, так и корпоративных еврободондов РФ, в первой декаде марта достигли своих годовых максимумов на фоне целого пакета позитивных новостей. Так, с одной стороны, активизацию покупателей вызывали высокие мировые цены на нефть, с другой – резкое укрепление российского рубля, что стало следствием принятых Банком России решений. Для корпоративного сектора позитивным фактором стала сделка по покупке компанией Total пакета акций «НОВАТЭКа».

Однако уже в самом конце первой декады ситуация на рынке стала ухудшаться. К снижению котировок российских еврооблигаций привело, в частности, снижение рейтинга гособлигаций Испании и соответствующее падение евро на Forex, вызвавшее снижение курса российского рубля на внутреннем валютном рынке. Рейтинговое агентство Moody's понизило рейтинг гособлигаций Испании на одну ступень — с «Aa1» до «Aa2", сохранив прогноз рейтинга «негативным». Это было завершением инициированного 15 декабря прошлого года процесса пересмотра рейтинга с возможным понижением.

В дальнейшем ситуация на рынке развивалась под влиянием новостей из Японии относительно работ по охлаждению ядерных реакторов на АЭС «Фукусима-1» и информации о народных волнениях на Ближнем Востоке и Северной Африке. Пик падения российских еврооблигаций пришелся на 15 марта, когда на мировых рынках сформировалась мощная волна «бегства в качество» из-за усиления радиационной угрозы в Японии. При этом котировки американских казначейских облигаций заметно выросли, что привело к расширению суверенных спредов к доходности базовых активов. Таким образом, на мировых рынках наблюдалась классическая схема, когда инвесторы покупали US Treasuries и продавали все рисковые активы. На минимуме

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

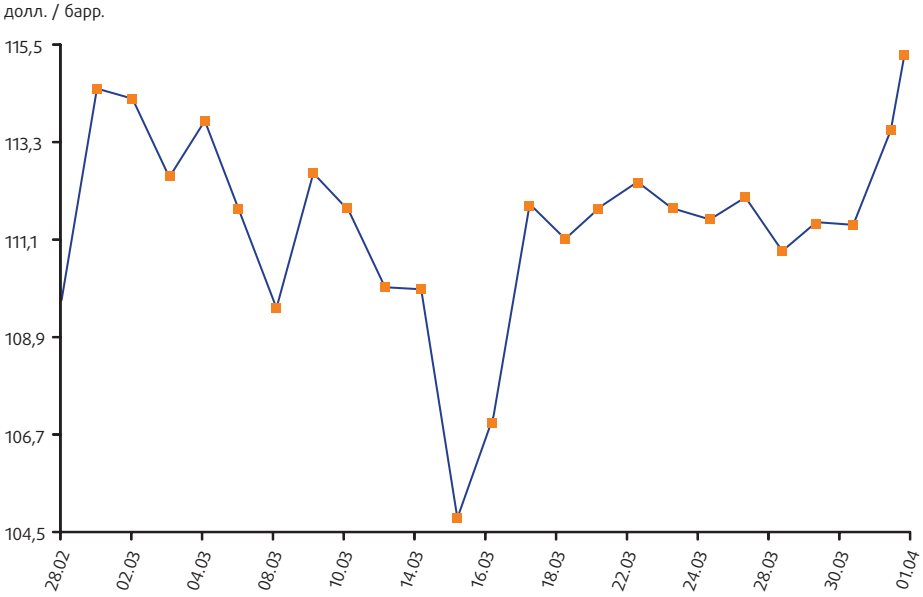
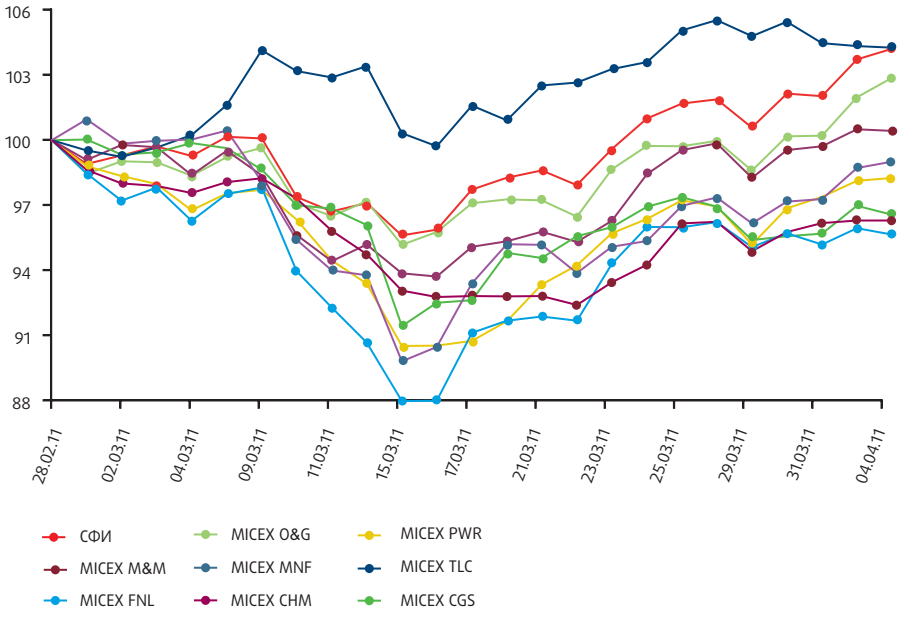


Рисунок 2. **Динамика сводного и отраслевых фондовых индексов ММВБ**



Источник: ММВБ.

котировки тридцатилетнего выпуска евробондов РФ опускались до отметки 115,5% от номинала.

Дополнительным фактором неопределенности для долговых рынков выступало также очередное заседание Федеральной резервной системы (ФРС) США. Как и ожидалось, американские денежные власти сохранили уровень базовой ставки в диапазоне 0–0,25% годовых и еще раз повторили, что низкие ставки будут сохраняться продолжительное время, до появления устойчивого позитивного тренда в экономике.

По мере снижения ядерной угрозы в Японии котировки американских казначейских облигаций стали опускаться, а стоимость рискованных активов — вновь расти. Но инвесторы не спешили активно выходить из активов «тихой гавани». На этот раз в центре внимания оказалась Португалия, которой сразу два рейтинговых агентства снизили рейтинги. S&P понизило долгосрочный рейтинг Португалии сразу на две ступени — до «BBB» с «A-» сохранив его на пересмотре с «негативным» прогнозом. В свою очередь агентство Fitch понизило долгосрочные рейтинги дефолта эмитента (РДЭ) Португалии в иностранной и национальной валюте до «A-» с «A+», а краткосрочные РДЭ — до «F2» с «F1» (при этом рейтинги были помещены на пересмотр с «негативным» прогнозом).

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 (Миронова Татьяна).
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.

Юрий Посохов
главный специалист аналитического управления НАУФОР

Непопулярные лицензии

Индустрия профессиональных участников рынка ценных бумаг стабильно сокращается

С начала 2009 года тенденция ежегодного прироста количества лицензированных посредников на финансовом рынке сменилась на противоположную. С начала 2009 года численность индустрии сократилась на 20%, а без учета «новых» компаний — на 31,5%. Грядущее с 1 июля 2011 года повышение требований повлечет очередную волну сдачи лицензий.

В конце 2005 г. общее число профучастников фондового рынка составляло 1634 организации и вплоть до 2009 г. их количество непрерывно росло.

За последние годы на рынке ценных бумаг произошло много значимых событий, которые оказали существенное влияние на профессиональных участников рынка и их количественный состав.

По итогам 1 квартала 2011 года общее число компаний, имеющих лицензии (в различных сочетаниях) на осуществление брокерской, дилерской, депозитарной, клиринговой, деятельности по управлению ценными бумагами, деятельности по ведению реестра владельцев ценных бумаг, деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг и деятельности фондовой биржи составило 1480 (табл. 1). Количество основных операторов-посредников фондового рынка (организаций, обладающих лицензиями на брокерскую, дилерскую и деятельность по управлению ценными бумагами) достигло 1380. По состоянию на 1 апреля 2011 года выдано 3447 лицензий на брокерскую, дилерскую и деятельность по управлению ценными бумагами. Порядка 38% посредников, обладающих этими видами лицензий, являются кредитными организациями. У 67% организаций-профучастников головной офис расположен в Москве. Преобладающее количество компаний (более 66%) имеют все три лицензии — на осуществление брокерской, дилерской и деятельности по доверительному управлению ценными бумагами. Наименее популярным является сочетание дилерской лицензии и лицензии по доверительному управлению. Основной организационно-правовой формой посредников является «общество с ограниченной ответственностью» — таковых организаций 687 (50%). Около 27% профучастников создано в форме закрытого акционерного общества, а 24% организаций являются открытыми акционерными обществами.

Один профучастник — «Внешэкономбанк» — имеет организационно-правовую форму «государственная корпорация».

Таблица 1. **Количество организаций — профессиональных участников рынка ценных бумаг в 2005-2011 гг. (организаций, шт.)**

Период	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 1 кв.
Профессиональные участники рынка ценных бумаг	1634	1711	1813	1863	1674	1512	1480

Источники: ФСФР, расчеты НАУФОР.

Если еще в конце 2005 года общее число профессиональных участников фондового рынка составляло 1634 организации и вплоть до 2009 года их количество непрерывно росло на 3–6% ежегодно, то в 2009 тенденция роста изменилась — произошло сокращение компаний-профучастников, работающих на фондовом рынке, и их число снижается по сей день. Общее количество организаций за год уменьшилось почти на 10%.

Конечно, влияние на количественный состав профучастников оказал финансовый кризис. В связи со значительным снижением стоимости ценных бумаг российских эмитентов, падением доходности большинства паевых инвестиционных фондов, ряд инвестиционных и управляющих компаний отмечал спад активности своих клиентов. Потенциальные частные инвесторы, которые присматривались для вложения средств к инструментам более эффективным, чем банковские депозиты, после кризиса потеряли доверие к финансовому рынку, и к фондовому рынку в частности. По данным фондовой биржи ММВБ, которая регулярно раскрывает информацию о количестве и структуре участников торгов, в 2009-2010 году резко снизились темпы роста количества инвесторов на бирже, а в некоторые периоды даже отмечался их отток. Профучастникам в условиях кризиса стало сложнее привлекать новых клиентов, снизилась активность существующих, что повлекло снижение доходов инвестиционных и управляю-

Таблица 2. **Лицензии профессиональных посредников в 2005-2011 гг. (лицензий, шт.)**

Период	2005	2006	2007	2008	2009	2010	1 кв. 2011
Брокерская деятельность	1379	1433	1445	1475	1347	1216	1187
Дилерская деятельность	1398	1394	1422	1470	1347	1200	1176
Управление ценными бумагами	1022	1100	1169	1286	1202	1106	1084
ВСЕГО:	3799	3927	4036	4231	3896	3522	3447

Источники: ФСФР, расчеты НАУФОР.

Таблица 3. **Сочетания действующих лицензий у профессиональных посредников в 2010 году**

Брокерская деятельность	Дилерская деятельность	Деятельность по управлению ценными бумагами	Количество компаний	Доля от общего числа, %
✓	–	–	38	2,7
–	✓	–	37	2,7
–	–	✓	150	10,9
✓	✓	✓	912	66,1
✓	✓	–	221	16
✓	–	✓	16	1,2
–	✓	✓	6	0,4
ВСЕГО:			1380	100,0

щих компаний. Они были вынуждены сократить свои расходы, сузить круг своей деятельности, отказавшись от «непрофильных» лицензий.

Однако основной причиной ухода большинства профучастников с рынка стала в первую очередь активная работа Федеральной службы по финансовым рынкам по «очищению» рынка от компаний-«пустышек» и нарушителей законодательства.

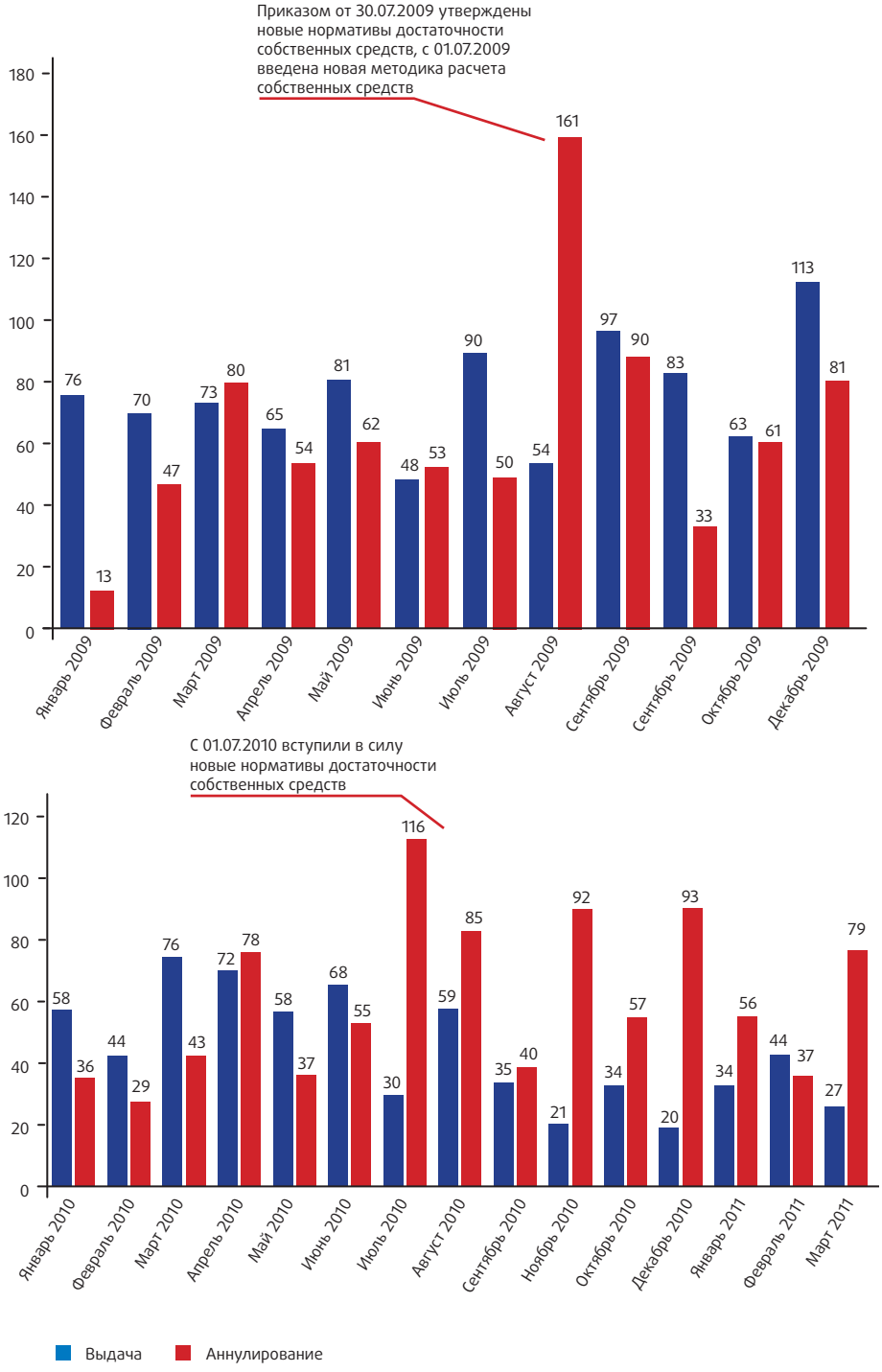
Одним из первых «знаковых» документов для рынка стал приказ ФСФР России от 23.10.2008 № 08-41/пз-н «Об утверждении положения о порядке расчета собственных средств профессиональных участников рынка ценных бумаг, управляющих компаний инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов, товарных бирж и биржевых посредников, заключающих в биржевой торговле договоры, являющиеся производными финансовыми инструментами, базисным активом которых является биржевой товар» (с последующими изменениями, внесенными в него приказами ФСФР 10-31/пз-н от 06.05.2010 и 10-43/пз-н от 22.06.2010), который сократил круг активов, принимаемых к расчету собственных средств, и ввел понижающие коэффициенты при оценке активов. Помимо этого, приказом ФСФР России от 30.07.2009 № 09-29/пз-н были внесены изменения в нормативы достаточности собственных средств профессиональных участников рынка ценных бумаг, а также управляющих компаний инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов, утвержденные приказом ФСФР России от 24.04.2007 № 07-50/пз-н. В отношении отдельных видов деятельности с 1 июля 2010 года указанные нормативы были увеличены регулятором в несколько раз, при этом определено их дальнейшее повышение с 1 июля 2011 года. Данные меры были приняты с це-

лью укрепить надежность профессиональных участников фондового рынка, повысить прозрачность финансового рынка, «очистить» фондовый рынок от недобросовестных компаний и компаний-«однодневок». Однако кроме положительных моментов нововведения имели и негативные последствия для малых и средних добросовестных компаний. Многие участники рынка были вынуждены отказаться от действующих лицензий самостоятельно, а у большого числа организаций, в том числе и честно работающих на рынке, лицензии были аннулированы за нарушения.

С января по июль 2009 г. количество выданных лицензий (на осуществление брокерской, дилерской, деятельности по доверительному управлению ценными бумагами и депозитарную деятельность) почти в 1,5 раза превышало количество аннулированных, однако с августа 2009 по июнь 2010 года эти показатели сблизились, а позже, с июля по конец декабря 2010 года, количество аннулированных лицензий более чем в два раза превысило количество выданных. Только с января по конец марта 2011 года было аннулировано 172 лицензии, а выдано всего 105 (рис. 1).

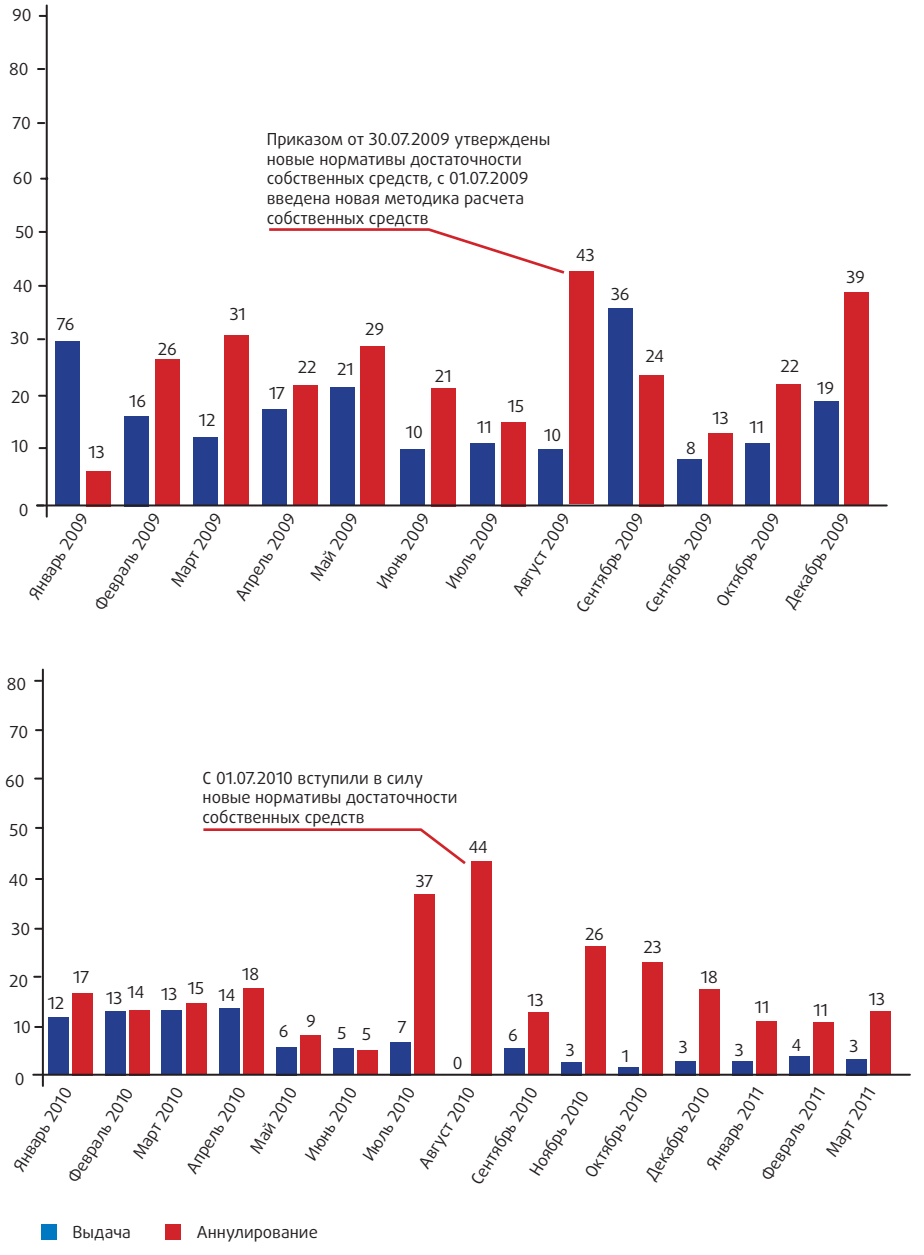
В 2010 году за нарушения Федеральная служба по финансовым рынкам аннулировала 310 лицензий у 103 организаций. Основной причиной аннулирования лицензий (доля 21%) явилось нарушение требований к собственным средствам — несоответствие их размера установленным нормативам, неверный расчет собственных средств профучастником либо отсутствие информации о величине собственных средств в открытом доступе на сайте организации. Также ФСФР часто в качестве оснований для отзыва лицензий называет непредставление информации о структуре собственности лицензиатов (17%), нарушения профучастниками лицензи-

Рисунок 1. **Выдача и аннулирование лицензий в 2009-2011 гг. (лицензий, шт.)**



Источники: ФСФР, расчеты НАУФОР.

Рисунок 2. **Выдача и аннулирование лицензий у региональных профучастников в 2009-2011 гг. (лицензий, шт.)**



Источники: ФСФР, расчеты НАУФОР.

онных требований к порядку и срокам представления отчетности (16%), неуведомление профучастником ФСФР об изменении своего местонахождения и фактического адреса (14%), а также необеспечение профучастником условий для осуществления ФСФР надзорных полномочий либо отсутствие содействия со стороны профучастника при проведении проверок (13%). Среди прочих причин следует назвать неисполнение предписаний, полученных ранее от ФСФР, отсутствие необходимых в организации сотрудников, соответствующих квалификационным требованиям, различные нарушения по ведению внутреннего учета, контроля, а также представление недостоверных сведений регулятору.

Больше всего сложившаяся ситуация затронула регионы России. С января 2009 года количество аннулированных лицензий (по заявлению, за нарушения и в связи с отзывом банковской лицензии у кредитных организаций) у региональных компаний превышает количество выданных. В 2009 году в регионах было аннулировано на 45% больше лицензий, чем выдано (291 и 201 лицензия соответственно), а в 2010 году региональные профучастники потеряли почти в три раза больше лицензий, чем получили — было выдано 83, а аннулировано 239 лицензий (рис. 2). Тем самым был ограничен доступ регионов к рынку ценных бумаг и созданы условия, мешающие развитию конкуренции.

С начала 2009 года общее число брокеров, дилеров, управляющих и депозитариев сократилось более чем на 20%, а если учитывать только компании, которые работали на рынке до 01.01.2009, то их число уменьшилось на 31,5% (рис. 3).

1 июля 2011 года ожидается очередное увеличение нормативов достаточности капитала. Для дилеров, брокеров и доверительных управляющих минимальный размер собственных средств составит

50 млн рублей (увеличение на 15 млн рублей), для депозитариев норматив достаточности собственных средств вырастет вдвое и составит 80 млн рублей. Стоит ожидать, что повышение требований повлечет за собой новую волну сокращения числа профессиональных участников фондового рынка.

Рисунок 3. **Сокращение числа брокеров, дилеров, управляющих и депозитариев в 2009-2011 гг., организаций, шт.**

Источники: ФСФР, расчеты НАУФОР.

Брокер и квалифицированный инвестор

НАУФОР провела онлайн-семинар «Брокер и квалифицированный инвестор». На вопросы профессиональных участников отвечала Елена Энгель, заместитель начальника Управления регулирования деятельности участников финансового рынка ФСФР России.

Нужно ли квалифицировать контрагента по сделке в качестве именно квалифицированного инвестора, признавать его таковым?

Напрямую законодательство не предусматривает необходимости подобной квалификации. Но профучастник должен убедиться, что контрагент по сделке, предметом которой являются бумаги, предназначенные для квалифицированного инвестора, является таковым. Если контрагент не окажется квалифицированным инвестором (по закону или признан таким), то сделка может быть признана недействительной (депозитарий не зачтет такие бумаги) или будет оспорена в суде.

Кто несет ответственность, если контрагент, не являясь квалифицированным инвестором, продал/купил инструмент, предназначенный только для квалифицированного инвестора?

Пострадать могут все участники сделки, прежде всего потому, что сделка будет признана недействительной. Для брокера возникают, скорее, гражданско-правовые последствия. Если депозитарий зачтет такие бумаги, то он будет наказан.

К каким последствиям для профучастника приведет сделка, в результате которой бумаги, предназначенные для квалифицированных инвесторов, куплены/проданы контрагенту, который таковым не является?

Брокер обязан квалифицировать инвестора, если совершает сделку для квалифицированного инвестора. А в отношении контрагента у брокера скорее возникают только гражданско-правовые последствия.

В пункте 4.6 Приказа 08-12/пз-н говорится о том, что профучастник должен ежеквартально представлять в ФСФР сведения о квалифицированных инвесторах в форме электронного документа. Подскажите, пожа-

луйста, что это за форма, где ее можно увидеть/скачать, возможно ли ее представлять через СРО (так же, как отчетность по форме 1100)?

Эту форму следует предоставлять на бумаге и на магнитном носителе непосредственно в ФСФР России. Сейчас эта форма размещена и на сайте службы, но пока на сайте ее можно только заполнить, распечатать и передать в бумажном виде и на дискете в ФСФР России. Она протестирована, но пока не заработала как электронный документ.

Квалифицированными инвесторами в силу закона (согласно п. 2 ст. 51.2 Закона «О рынке ценных бумаг» к квалифицированным инвесторам отнесено десять категорий участников финансового рынка) являются брокеры, дилеры и управляющие и т.д.

Можно ли признать квалифицированным инвестором нерезидента, имеющего лицензию на совершение брокерско-дилерских операций, выданную Кипрской комиссией по ценным бумагам и биржам, а также имеющего аккредитацию на Лондонской фондовой бирже?

Можно признавать как резидентов, так и нерезидентов, физических и юридических лиц, но проведя квалификацию. Иностранный брокер будет квалифицированным инвестором не в силу закона, а должен быть признан таковым. Но я отмечу для себя ваш вопрос и уточню, могут ли тут быть какие-то нюансы.

Согласно п. 5 ст. 3 Закона «О рынке ценных бумаг» № 39-ФЗ от 22.04.1996 брокер вправе приобретать ценные бумаги, предназначенные для квалифицированных инвесторов, только если клиент является квалифицированным инвестором в соответствии с п. 2 ст. 51.2 настоящего закона или признан этим брокером квалифицированным инвестором в соответствии с настоящим законом.

Согласно же ст. 5 этого же закона управляющий вправе приобретать ценные

бумаги, предназначенные для квалифицированных инвесторов, только при условии, что клиент является квалифицированным инвестором.

Учитывая очевидное различие, заложенное законодателям при написании указанных выше норм для брокера и управляющего, брокер просит разъяснить, может ли управляющий принимать выписки из реестра квалифицированных инвесторов от иных профучастников (ранее уже квалифицировавших инвестора) и не обязан (вправе, но не обязан) всех своих клиентов квалифицировать самостоятельно?

Этот момент — различие в процедуре признания квалификации инвестора в случае, когда она совершается брокером и в случае, когда она совершается управляющим — действительно присутствует в законе. Но по сути закона разницы между брокером и доверительным управляющим в этом вопросе нет, и доверительный управляющий должен сам квалифицировать инвестора. И ФСФР России занимает именно такую позицию в своих ответах на подобные запросы.

Подскажите, имеет ли право брокер самостоятельно исключить физическое лицо из реестра квалифицированных инвесторов без заявления данного лица об отказе от статуса квалифицированного инвестора?

По приказу 08-12 брокер может исключить клиента из реестра квалифицированных клиентов — физических лиц только по заявлению клиента. Но, по сути, у брокера может быть регламент, в котором он может предусмотреть, что если квалифицированный клиент перестает быть клиентом на брокерское обслуживание, то в этом случае брокер исключает клиента из реестра. Это вопрос неоднозначный. На Западе брокер может отменить признание данного клиента в качестве квалифицированного, если понимает, что клиент не осознает риски. У нас брокер тоже должен выстраивать свои отношения с клиентом осознанно, всех случаев в нормативных актах прописать невозможно.

Что понимается под видами услуг, предназначенных для квалифицированных инвесторов, указанных в п. 1.2 Положения о порядке признания лиц квалифицированными инвесторами, утвержденного Приказом ФСФР от 18.03.2008 № 08-12/пз-н?

В настоящее время виды услуг не определены законом.

Существует ли единый источник информации обо всех ценных бумагах и/или финансовых инструментах, предназначенных для квалифицированных инвесторов? Если да, то как осуществляется к нему доступ?

Нет.

Предъявляются ли какие-либо требования к представлению и оформлению бухгалтерской отчетности иностранных юридических лиц, которые соответствуют требованиям, указанным в пп. 3-4 п. 2.2 Положения о порядке признания лиц квалифицированными инвесторами, утвержденного Приказом ФСФР от 18.03.2008 № 08-12/пз-н?

Приказом 08-12 п.2.8 требуется, чтобы расчет чистых активов подтверждался аудиторским заключением.

Вправе ли юридические и физические лица совершать между собой сделки по отчуждению и приобретению ценных бумаг, предназначенных для квалифицированных инвесторов, без участия брокера (уступка прав, дарение и т.п.)?

Приобретение и отчуждение ценных бумаг, предназначенных для квалифицированных инвесторов, возможно только через брокера (если это не квалифицированные инвесторы по закону). Что касается иных случаев, предусмотренных ст. 27.6 п. 3, то ФСФР России таких случаев не предусмотрено.

Клиентом Брокера является профессиональный участник рынка ценных бумаг, имеющий лицензию на осуществление брокерской деятельности (далее — субброкер) и соответственно являющийся квалифицированным инвестором в силу закона. Счета депо клиентов субброкера открыты в депозитарии брокера.

Обязан ли Брокер осуществлять проверку статуса клиента субброкера, за счет которого совершается сделка брокером по поручению субброкера (является ли он квалифицированным инвестором или нет)?

В случае положительного ответа на вопрос какие документы будут подтверждать статус клиента субброкера как квалифицированного инвестора? В частности, достаточно ли для признания брокером квалифицированными инвесторами клиентов субброкеров, не являющихся квалифицированными инвесторами в силу закона, выписки из реестра квалифицированных инвесторов, выданной субброкером? Обязан ли брокер принимать указанные документы и/или вносить данные об указанном клиенте субброкера в свой реестр квалифицированных инвесторов?

В случае совершения брокером сделки по приобретению ценных бумаг, предназначенных для квалифицированных инвесторов, по поручению данного субброкера, который действует в интересах своего клиента (депонента депозитария брокера), не являющегося квалифицированным инвестором, могут ли быть применены к брокеру последствия совершения сделок с финансовыми инструментами, предназначенными для квалифицированных инвесторов?

Нет, не обязан.

Последствия будут применены к тому брокеру, по договору с которым проведена эта сделка (для нижестоящего брокера).

В случае, если лицо, признанное квалифицированным инвестором в силу ФЗ «О рынке ценных бумаг» и являющееся клиентом брокера, потеряет статус квалифицированного инвестора, то могут ли быть применены к брокеру последствия совершения сделок с финансовыми инструментами, предназначенными для квалифицированных инвесторов, если брокер не знал о потере клиентом статуса квалифицированного инвестора? Если да, то с какой периодичностью и на основании какого требования нормативного акта брокер должен осуществлять проверку своих клиентов, признанных квалифицированными в силу закона, на соответствие статусу квалифицированных инвесторов (до/после проведения регулярной проверки, предусмотренной регламентом брокера о порядке признания лиц квалифицированными инвесторами)?

Последствия будут применены. Поэтому, прежде чем совершить сделку, брокер должен убедиться в том, что клиент квалифицирован. Порядок такой проверки ФСФР России не определяет, его должен установить сам брокер.

Вопросы касаются процедуры признания физического лица квалифицированным инвестором (пп. 3 п. 2.1 Положения).

Не будет ли нарушением требований по сумме сделок, если были совершены маржинальные или необеспеченные сделки, то есть сделки с денежными средствами полученными клиентом от брокера?

Если клиент в целях соответствия требованию по совершению сделок «в течение последних трех лет» совершит сделки за две недели до признания его квалифицированным инвестором, будет ли это нарушением? Если да, то поясните, пожалуйста, требования данного пункта.

Любые сделки, в том числе маржинальные и необеспеченные, считаются при определении квалификации.

Нет, это не будет нарушением.

Подскажите, пожалуйста, нужно ли включать в отчет по квалифицированным инвесторам (сумму по сделкам, если движение денежных средств прошло, а движение ценных бумаг должно произойти в следующем квартале?

Объем сделок определяется на дату заключения сделки, а не на дату движения денежных средств или ценных бумаг. ◻

Александр Трегуб
начальник аналитического управления НАУФОР

Семь. И много других

Законодательство о противодействии манипулированию: основные проблемы применения[1]

У законопроекта, посвященного противодействию неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком, была очень непростая судьба, он долго и мучительно проходил через различные инстанции, пока наконец не был принят в прошлом году.

Возможно, именно вследствие длительного прохождения закона через «родовые пути» казалось, что как только он вступит в силу, российский фондовый рынок сразу поднимется на совершенно иной качественный уровень, будет признан мировым финансовым сообществом как развитый, и никаких проблем с созданием международного финансового центра уже не будет. Я оказался вместе с моими коллегами вовлеченным в работу над проектами нормативных актов ФСФР в части противодействия манипулированию рынком, в результате чего у меня возникли некоторые, возможно небесспорные, мысли, которыми хотел бы поделиться.

Расхожей является позиция, связанная с тем, что главное написать правильный закон и ввести нужные статьи в уголовный кодекс, затем надо быстро доработать подзаконные акты, и вуаля! — на нашем рынке манипулирование будет пресечено в корне, раз и навсегда. И все же представляется, что это не совсем так. После принятия закона все самое сложное только начинается. После первого успешно пройденного этапа — написания и принятия закона — возникают другие, причем, я полагаю, гораздо более сложные задачи.

При подготовке к докладу я прочитал некоторые обзоры, связанные с практикой работы манипуляторов, и поразился их сложности и изощренности. Международная терминология относит подобного рода действия к так называемой преступной деятельности «белых воротничков» — white collar crime. Кто они? Вот одно из определений: «The term was originally intended as a classification of offenders but has expanded to include a broad range of non-violent offenses that have cheating and dishonesty as their central element. Consumer fraud, bribery and stock manipulation are examples of white-collar crime.

Внимательно изучив п. 1 ст. 5 закона об инсайде, где описаны семь составов манипулирования, манипуляторы придумают восьмой состав, потом девятый и т. д.

Today the definition of white collar crime may also refer to the socio-economic status of the person committing the crime. A person from the middle or upper classes commits a white collar crime simply because of his origin» (Barron's Law Dictionary)[2].

Как видим, манипуляции ценными бумагами — классический пример противоправных действий, совершаемых «белыми воротничками». Эти люди принадлежат к среднему классу и совершают преступления не потому, что им не на что кормить свою семью. Они образованны, понимают рыночные механизмы, внимательно изучают законы, осознают, что и зачем делают (чтобы разбогатеть). Они адекватно оценивают свои риски и принимают все меры к тому, чтобы «выйти сухими из воды». В случае необходимости они могут пригласить для защиты опытных адвокатов и активно апеллировать к своим конституционным правам. Сотрудничать с органами расследования они будут только в самом крайнем случае.

Что же из этого следует? В первую очередь следует, что, внимательно изучив п. 1 ст. 5 закона об инсайде, где описаны семь составов манипулирования, манипуляторы придумают восьмой состав, потом девятый и т.д. Изучив п. 2 ст. 5, где дано определение «существенного отклонения» и методические рекомендации ФСФР по критериям существенного отклонения, они постараются просчитать все так, чтобы их действия не подпадали под эти критерии.

Судя по имеющимся обзорам, манипулятивные практики постоянно развиваются и совершенствуются. Важнейшей задачей является постановка информационно-аналитической работы, в рамках которой хорошо подготовленные и не обремененные другими задачами эксперты на постоянной основе должны изучать все описываемые случаи манипуляций на всех мировых рынках, меры борьбы с ними всех регуляторов, составляли case stadies, прикладывали иностранный опыт к нашим реалиям, прогнозировали развитие событий и работатли на опережение.

Важно также наладить международное сотрудничество с зарубежными регуляторами «по обмену передовым опытом» и информацией и в рамках международных объединений регуляторов, в первую очередь IOSCO. Это подъемная задача — ФСФР имеет двухсторонние соглашения с 16 странами, в том числе со всеми странами BRIC, с Францией, Германией, Кореей. Крайне необходимо наладить конструктивное сотрудничество с Великобританией и США. Судя по имеющимся публикациям, в этих странах есть полезный опыт по выявлению манипуляций. Отдельно следует упомянуть Гонконг, который в последнее время стал притягивать российских эмитентов, однако взаимодействие на официальном уровне с местным регулятором не налажено. Фондовые биржи, на которые ложатся очень большие нагрузки по выявлению нестандартных сделок, должны в рамках своих международных контактов подпитываться новыми идеями и технологиями идентификации признаков манипуляций. Без такой подпитки все написанное и разработанное сегодня буквально через два года окажется если не атавизмом, то просто устаревшим и неэффективным инструментарием.

Сейчас важно разработать критерии существенности отклонения цены ценной бумаги. Только тогда ожидаются какие-либо подвижки в методологическом обеспечении противодействия манипулированию. Проект методических рекомендаций для ликвидных ценных бумаг со стороны ФСФР готов. Есть уверенность в том, что можно разработать аналогичный проект и для низколиквидных ценных бумаг.

Однако структура оборота на наших биржах такова, что там много бумаг, к которым неприменимы стандартные статистические методы, даже если речь идет о малых выборках. Например, по ценной бумаге всего две-пять сделок в год. В данном случае просто невозможно заранее формализовать подходы к анализу таких бумаг и закрепить их нормативно правовым актом, даже если он называется «методические рекомендации». Это исследовательская работа (не побоюсь такого слова — творческая) с неясным конечным результатом, которая требует применения в зависимости от конкретной ситуации фундаментального анализа самого эмитента, сравнительного анализа аналогичных по бизнесу эмитентов, изучения отрасли, к которой эти эмитенты относятся, анализа общих рыночных тенденций, изменений в общественно-политической ситуации и пр. Более того, как представляется, для этого класса бумаг придется использовать и качественные методы анализа с выводами типа «скорее всего», «с определенной степенью уверенности», «эксперты, в целом, сходятся во мнении, что это отклонение цены ценной бумаги следует признать существенным» и т.д.

Имеющийся проект Методических рекомендаций по критериям существенного отклонения цены ценной бумаги касается четырех видов ценных бумаг (акции, облигации, инвестиционные паи, российские депозитарные расписки) и предусматривает идентичный подход к ним, за исключением дополнительного использования для акций коэффициента бета. В стороне пока остались производные финансовые инструменты. Что касается инвестиционных паев и российских депозитарных расписок, то на дальнейших этапах к ним можно будет применить продвинутые подходы, связанные с тем, что для этих инструментов есть альтернативные источники получения справедливой цены. Для инвестиционных паев проблема вполне решаемая и методологически, и технологически. Такое решение, конечно, усложнит жизнь и биржам, и управляющим компаниям, но не будем забывать, что все субъекты, связанные с деятельностью ПИФ, находятся внутри страны и под надзором одного регулятора. Поэтому администрирование информационного обмена, проведение надзорных мероприятий, выявление манипуляторов — вполне реализуемые мероприятия.

С РДР дело обстоит гораздо сложнее. Сейчас имеется всего одна такая бумага, появилась она совсем недавно, но уже вошла в котировальный список А1, а это при небольшой коррекции нормативной базы дает потенциальную возможность использовать такой актив при инвестировании пенсионных накоплений… Давайте на минуту представим, что на бирже в Гонконге некто манипулирует акциями некоей компании, зарегистрированной на Нормандских островах. А в нашей стране на эти акции выпущены и обращаются на биржах депозитарные расписки. Технологически, думается, можно получать в открытом доступе и потом обрабатывать гонконгские котировки. Но сейчас я не вижу реальной возможности что-то сделать в случае возникновения каких-либо подозрений у российских бирж и российского регулятора по поводу справедливости ценообразования базового актива. Кроме приостановки торгов РДР.

Законом описано семь составов манипулирования. Что касается шести из них, то, они связаны исключительно с информацией, циркулирующей внутри фондового рынка. Несмотря на очень большую сложность, собрать и обработать эти данные можно. Можно выявить конечных участников сделок, а если они резиденты, то можно задать им неприятные вопросы. Если не касаться доказательного подтверждения таких слов, как «предварительное соглашение», «с целью введения в заблуждение», «без намерения исполнить», «умышленно», «заведомо ложно», то можно полагать, что после получения сообщений биржи о нестандартных, подозрительных сделках регулятор может на деле бороться с манипулированием. И этому есть подтверждения в виде четырех выявленных фактов манипулирования. Правда, дальше констатации дело, увы, не пошло, но тем не менее…

Что касается состава, связанного с умышленным распространением через СМИ или Интернет сведений, реально сдвигающих цены, то это, как мне кажется, задача неподъемная. По крайней мере, сегодня. Что касается бумажных СМИ, то можно заказать мониторинг ведущих газет и журналов по ключевым словам, а потом много читать в рабочее время, сравнивая опубликованное с котировками ценных бумаг. Если рассматривать Интернет как среду для манипулирования рынком, то воображения не хватает. В нашей стране, по имеющимся оценкам, интернет-аудитория сейчас сопоставима с телевизионной. Но в отличие от телевидения, Интернет интерактивен, с его помощью можно очень дешево, практически мгновенно и бесконтрольно распространить любую, в том числе и неадекватную информацию. Интернет уже стал частью нашей жизни, по крайней мере, для тех людей, которые деятельно интересуются фондовым рынком. Что говорить, до недавнего времени руководитель надзорного органа сам был активным и весьма креативным блогером. Сегодня мы имеем возможность наблюдать, как посредством социальных сетей удивительным образом создаются революционные ситуации и смещаются правительства. На этом фоне манипулировать фондовым рынком легко и просто.

А ведь есть еще обзоры фондовых аналитиков, ежедневные, ежемесячные, с рекомендациями, комментариями и пр. Они предлагаются

в свободном доступе в Интернете, распространяются по подписке, в том числе бесплатной, их предлагают клиентам. Какими ресурсами должен обладать регулятор, чтобы организовать контроль за этими глобальными информационными потоками, остается только догадываться.

Особо следует коснуться темы программного обеспечения. Есть программные решения, которые относятся к отрасли «anti-fraud soft». Есть ли отечественные разработки? Всем ли инвестиционным компаниям под силу приобретение этих продуктов? На эти вопросы, думаю, еще предстоит получить ответы. Хотелось бы почитать обзор рынка подобных программ, посетить специализированную выставку. Судя по публикациям, ФСФР уже имеет такой зарубежный продукт, и было бы интересно узнать, насколько он адаптирован к российскому законодательству.

Основные нагрузки по противодействию и выявлению манипулирования ложатся на регулятора и биржи. Возникают дополнительные нагрузки и у профучастников, в первую очередь брокеров. Эмитенты, которым небезразлична стоимость своих акций, и сейчас внимательно отслеживают их котировки, обращаясь к регулятору в случаях, когда они считают их несправедливыми. СРО работают над своими стандартами. Но все-таки львиная доля нагрузки ложится на биржи и регулятора.

Последний вопрос, который хотелось бы поднять в рамках данной статьи, — кадровый. Кадры, как известно, решают все. Уже несколько раз говорилось о 400 аналитиках регулятора Великобритании, которые ориентированы исключительно на противодействие инсайду и манипуляциям. Это информация из газет, но, надо сказать, что с учетом масштаба финансового рынка этой страны она похожа на правду. Какую команду может выставить наш регулятор? Реально это будут единицы. Сколько биржи — трудно сказать. С одной стороны, они более гибки в кадровой политике, с другой — это же бизнес.Поэтому, наверно, тоже немного. Это количественный аспект кадровой поддержки. Однако более важен и качественный аспект. Готовых специалистов в области противодействия манипулированию у нас в стране нет совсем. Да и откуда им быть? Поэтому надо запускать серьезные обучающие программы с привлечением экспертов в этой области.

Заключение

В решении такой сложной и далеко не всем странам посильной задачи, как выявление и пресечение манипуляций на фондовом рынке, принятие законов не является целью. Это всего лишь одна из задач, средство, которое дает в руки регулятора, всего рыночного сообщества легитимные возможности создания честного, прозрачного и эффективного рынка.

Манипулирование рынком — инновационный процесс в плохом смысле этого слова. Поэтому и подходы к пресечению этого явления также должны быть инновационными, но в хорошем смысле этого слова. В первую очередь это означает подготовку кадров, организацию научно-исследовательского и аналитического сопровождения, совершенствование методов и технологий выявления манипуляций, эффективные программные решения. Без решения этих задач законодательство о противодействии манипулированию останется всего лишь декларацией о намерениях. ◻

Примечания

1 По материалам выступления на круглом столе «Инсайд и манипулирование на финансовых рынках в России: специфика выявления и противодействия». ММВБ, 15.04.11.

2 Первоначально этот термин использовался для классификации нарушителей, но позднее был распространен на широкий перечень ненасильственных правонарушений, в основе которых — обман и мошенничество. Обман потребителей, взяточничество, манипулирование ценными бумагами — примеры таких правонарушений.
Сегодня само определение «преступлений белых воротничков» соотносится с социально-экономическим статусом преступника. Это представитель среднего и более высоких слоев общества, который совершает «преступления белых воротничков» в силу своей сущности.

WWW.PARADIZ.RU

+7 (495) 649 40 10

ТИПОГРАФИЯ

ПАРА'ДИЗ®

ШИРОКИЙ СПЕКТР ПОЛИГРАФИЧЕСКОЙ ПРОДУКЦИИ

Мы высоко ценим доверие наших деловых партнеров и прилагаем все усилия для укрепления наших взаимоотношений, которые в процессе работы становятся не только деловыми, но и дружескими.

Может ли закон быть несправедливым?

О ПРИНЦИПЕ СПРАВЕДЛИВОСТИ В ПРАВОПРИМЕНЕНИИ И О ТОМ, ЗАЧЕМ НУЖНА НОВАЯ ПРАВОВАЯ ПАРАДИГМА

21 апреля 2011 года в Екатеринбурге в рамках VIII Уральской финансовой ярмарки НАУФОР и ФСФР России провели семинар, на котором обсуждалось текущее состояние российского фондового рынка и индустрии финансовых посредников.

В мероприятии приняли участие заместитель руководителя ФСФР России Александр Синенко, руководитель РО ФСФР в УрФО Светлана Фурдуй, представители НАУФОР, руководители компаний из Свердловской, Челябинской, Тюменской, Курганской областей, Пермского края и Республики Башкортостан, представители научной элиты региона.

Участники семинара констатировали, что с рынка вынуждены уходить небольшие региональные компании, проработавшие много лет, пережившие кризисы и заслужившие доверие инвесторов. Таким образом, теряется накопленное качество индустрии, а с уходом добросовестных брокеров на рынке активизируются компании, использующие «серые» схемы работы, а также мошенники, с которыми частный инвестор во многих регионах остается один на один.

При этом в зарубежной индустрии мелкие и средние компании составляют до 80% от числа всех игроков. На Западе ужесточают требования по капиталу в первую очередь для больших компаний, в то время как деятельность мелких и средних брокеров регулируется весьма демократично.

Участники семинара также обсудили эффективность действующих правовых подходов.

Алексей Тимофеев, председатель правления НАУФОР:

В самом общем смысле предназначением брокерской индустрии является аккумулирование средств инвесторов и направление их в финансовые центры страны. Что касается интереса к этим операциям со стороны российских граждан, то у нас на конец прошлого года всего-навсего 713 тыс. граждан, работающих через брокеров. Это немного больше 1% экономически активного населения страны.

Капитализация российского фондового рынка составляет 960 млрд рублей, или 60% ВВП. И в эту сумму мы не сможем включить РДР на акции UC Rusal plc, потому что для российского рынка это бумаги иностранного эмитента. В прошлом году три эмитента провели IPO в России и за рубежом, восемь – только в России. Эти 11 эмитентов привлекли примерно 1,2 млрд долларов за рубежом и 1 млрд долларов в России (в тот же год в Польше — 81 эмитента провели IPO на 4,7 млрд долларов).

Можно констатировать появление новой тенденции — «эмиграции» российских эмитентов, символом которой стало размещение акций UC Rusal plc на HKEx и на NYSE Euronext (2,2 млрд долларов).

Динамика численности индустрии отрицательная, отчасти это объясняется кризисным и посткризисным периодом, но в еще большей степени это объясняется регулятивной нагрузкой на индустрию.

Если мы взглянем на статистику, мы увидим, что с середины 2009 года, когда вступили в силу новые требования к капиталу профессиональных участников, по настоящее время общее количество дилеров, брокеров, депозитариев и управляющих уменьшилось на 314. А если учитывать количество компаний, существовавших на начало 2009 года, компаний с историей, переживших не один кризис (мы их условно называем «старыми компаниями»), и если делать это с начала 2009 года, когда начала формироваться тенден-

ция «ухода» из бизнеса, то их численность уменьшилась на 565.

Мы изучали вопрос о том, что является главной причиной уменьшения численности индустрии, и обнаружили, что до последнего времени главным основанием являлся добровольный отказ от лицензий. Основной же причиной отказа от лицензий была регулятивная нагрузка.

Обсуждение коснулось и поправок в Гражданский кодекс РФ в связи дискуссией, инициированной по этому поводу группой по созданию международного финансового центра.

Владимир Белых, директор «Института права и предпринимательства»:

Мои коллеги из Совета по кодификации Гражданского права показывали мне замечания группы Волошина, основанные на том, что принятие поправок в ГК будет препятствовать созданию в России международного финансового центра. Какое отношение к МФЦ имеют эти поправки?

Алексей Тимофеев:

Поправки к Гражданскому кодексу имеют самое непосредственное отношение к созданию МФЦ. ГК — основополагающий документ, регулирующий хозяйственные отношения, в том числе на финансовом рынке. Кстати, должен сказать, что в свое время, в 90-е, ГК внес огромный вклад в развитие современного российского гражданского законодательства. На нем базировалась вся дальнейшая реформа законодательства, и законодательство о финансовом рынке не было исключением. Но тогда же, в 90-е, в ГК были заложены принципы, которые в настоящее время все более и более проявляются как недостатки. Одним из фундаментальных недостатков (в этом авторов ГК трудно упрекнуть, тем более что это до сих пор не является очевидным) ГК был позитивно правовой принцип регулирования.

Что это значит? Выражение «закон плох, но закон» известен всем, именно на этом принципе построено российское гражданское и не только гражданское законодательство. Но не законодательство развитых стран. Строго говоря, Россия — последняя после Третьего рейха из европейских стран исповедующая в своем правопорядке этот принцип. Наш ГК признает принцип справедливости при правоприменении, но говорит, что принцип справедливости применяется только в отсутствие закона или правового обычая, регулирующего соответствующие отношения, то есть закон может не быть справедливым, или иначе — позитивный, то есть писаный закон, и есть справедливость… Может ли быть иначе? В Европе законы говорят — справедливость применяется всегда, в том числе при применении позитивной, то есть писаной нормы. При этом каждая норма оценивается судом при ее применении с точки зрения ее справедливости — это так называемый естественно-правовой подход. У судов огромная власть, в их руках дать норме жизнь или отказать ей в этом — если закон плох, он не применяется. Результат этого подхода — высокая степень гибкости в правоприменении. Результат позитивно-правового подхода — все большая изощренность законодательной техники, постепенно превращающаяся в ригоризм — крайнюю степень детальности на уровне все более высокого уровня нормативных актов, ограничительное толкование норм при применении их чиновниками и судами, в свою очередь — косность, негибкость.

Может ли быть иначе в России? Наш законодатель не доверяет участникам общественных отношений, но в не меньшей степени он не доверяет чиновникам и судьям. Считается хорошим тоном, чтобы закон исключал свободу их усмотрения, или иначе говоря, произвол. Но, строго говоря, для развития правопорядка это тупик. На практике детальный закон не защищает, да и не в состоянии защитить от произвола, но ограничивает развитие общественных отношений.

Для финансового рынка этот подход смертелен. Финансовое законодательство должно быть очень гибким. За рубежом появляется финансовый инструмент, а по прошествии некоторого времени, по мере выявления его опасных сторон, он урегулируется. А у нас финансовый инструмент не может появиться до тех пор, пока он не будет должным образом описан в законе. В этом случае мы часто фантазируем риски, которые с ним связаны, пытаемся их наперед урегулировать — и инструмент умирает, так и не родившись. Так было с первой попыткой описать биржевые облигации, с первой попыткой описать производные финансовые инструменты, по этой причине в России нет секьюритизации. Одним словом, финансовый инжиниринг в России практически исключен. То же касается и финансовых институтов.

В дальнейшем в ГК были внесены поправки, большинство из которых полностью оторвано от реальности, во всяком случае многие из них — вовсе не то, чего ждут участники хозяйственных отношений. Многие развивают концепции, заложенные в ГК ранее. Кстати сказать, поправки, связанные с регулированием ценных бумаг выгодно отличаются от прочих поправок, они разрабатывались в тесном взаимодействии с практиками и экспертами ФСФР и довольно хороши. Но есть поправки, например изменения положений о юрлицах, вызвавшие наибольшие протесты, которые реальным отношениям не отвечают. Например, повышение требований к уставному капиталу развивает концепцию и без того самую жесткую из существующих в Европе концепций уставного капитала, основанную на

Финансовая грамотность

22 апреля 2011 года в Екатеринбурге в рамках V Универсальной выставки «Финансовый салон» и VIII Уральской финансовой ярмарки, организованных ООО «СоюзПромЭкспо» и Уральским филиалом НАУФОР, состоялся семинар для студентов вузов и жителей города по вопросам финансовой грамотности.

Перед слушателями выступали представители РО ФСФР России в УрФО и Экспертной группы по финансовому просвещению при РО ФСФР в УрФО.

В рамках семинара были освещены вопросы регулирования финансовых рынков, принципы инвестирования и особенности выхода на фондовый рынок физических лиц, способы защиты прав инвесторов, рассмотрены возможности отличить лицензированного профессионального участника от «финансовой пирамиды» и опасность последних.

ложной идее, что уставный капитал может защищать интересы кредиторов. Другие поправки требуют, по существу, регистрации в России иностранных контрагентов — результат их будет обратный — ну не будет никаких иностранных контрагентов! Понятно, что растет разочарование — жаль не воспользоваться возможностью модернизировать ГК в соответствии с накопившимися претензиями, такая возможность используется для того, чтобы ужесточить и без того неудобное регулирование.

Понятно, что группа Волошина, в работе которой мы принимаем активное участие, видит своей задачей то, чтобы новый ГК послужил рынку, в частности развитию финансового рынка, а не наоборот.

Анатолий Ефремов, УралПолит.ру:

Какое значение для фондового рынка имеет размещение «Русала», за исключением того, что был создан прецедент?

Алексей Тимофеев:

Я не являюсь сторонником административных барьеров. Но наши условия должны быть настолько хороши, чтобы российские эмитенты не сомневались в том, что Россия – лучшее место для привлечения капитала. Российские эмитенты должны иметь максимальные возможности для финансирования своей деятельности. Это главное. Где они могут эти деньги взять — если они могут собрать больше инвестиций на иностранных рынках — пусть они идут и получают их там. Но обычно это связано со специфическими видами деятельности, в основном же, и Россия здесь заметно отличается от других стран, национальный эмитент предпочитает национальный рынок, а российский — нет. Это означает, что условия привлечения капитала в России настолько хуже, чем за рубежом, что они не оставляют ему выбора. В этом-то направлении и должны быть сконцентрированы усилия по развитию условий первичного рынка в России.

«Русал» продемонстрировал, что эмитентов невозможно удержать на национальном рынке административными мерами, национальный рынок является частью глобального, и вы можете стимулировать, но не можете заставить людей инвестировать или привлекать капитал. Инвесторы и эмитенты согласны далеко не с любыми правилами — возможности национального регулятора на глобальном рынке преувеличивать не следует. «Русал» создал прецедент, и по его пути пойдут другие, само собой это не будет стимулировать глобальных инвесторов к операциям в России — зачем Магомету идти к горе, если она пришла к нему сама? ◻

я победителей
го конкурса
А
ОВО
й конкурс
ого рынка»

НАУФОР
ДИПЛОМ

Церемония награждения победителей регионального этапа конкурса «Элита фондового рынка» проходила в рамках VIII Уральской финансовой ярмарки. В награждении принимали участие заместитель руководителя ФСФР России Александр Синенко, руководитель РО ФСФР в УрФО Светлана Фурдуй, руководители компаний из Свердловской, Челябинской, Тюменской, Курганской областей, Пермского края и Республики Башкортостан, представители научной элиты региона. (На фотографиях: с. 61 сверху А. Тимофеев, О. Кудинова, О. Хлестков; с. 61 внизу слева направо О. Кудинова, В. Белых, Р.Ахметшин; с. 62 сверху В. Зотов и В. Татьянников; с. 62 внизу слева А. Тимофеев и В. Малков, справа Э. Тихонова).

Победителем в номинации «Компания Уральского региона» стало ООО «Корпорация «Монолит» (Уфа). Статуэтку из рук председателя Правления НАУФОР Алексея Тимофеева получил начальник отдела клиентских отношений компании Олег Хлестков (крайний справа на верхнем фото с. 61).

Диплом НАУФОР «За личный вклад в развитие фондового рынка» получил Селянин Константин Петрович, начальник управления по работе на финансовых рынках Уральского межрегионального банка, возглавлявший ранее компанию «Ява–управление активами».

Дипломы лауреатов регионального этапа конкурса были вручены:

- Лучший трейдинг — ООО «Корпорация «Монолит» (Уфа);
- Лучшая аналитика — ООО «Унисон Капитал» (Тюмень);
- Лучшая юридическая служба — ЗАО «Ведение реестров компаний» (Екатеринбург);
- Лучший кастодиан — ООО «Финансовое агентство «Милком-Инвест» (Челябинск);
- Лучший инвестиционный банк — ОАО «Уральский банк реконструкции и развития» (Екатеринбург);
- Компания услуг для розничных инвесторов — ООО «УНИКОМ Партнер» (Екатеринбург)
- Компания рынка акций — ООО «Башкирский фондовый интернет центр» (Уфа);
- Компания рынка облигаций — ОАО «СКБ-банк» (Екатеринбург);
- Компания срочного рынка — ООО «Пермская фондовая компания» (Пермь);
- Управляющая компания фондов — ЗАО «Управляющая компания» (Екатеринбург);
- Развитие бизнеса — ООО «ИК «ВИТУС» (Пермь).

Представители НАУФОР также вручили отдельные благодарности вне официальных номинаций конкурса — за вклад в развитие фондового рынка в Уральском регионе:

- генеральному директору ООО «Пермская фондовая компания» Токареву Сергею Геннадьевичу;
- директору ЗАО «Среднеуральский брокерский центр» Ерцеву Александру Юрьевичу;
- директору ООО «Башкирский фондовый интернет центр» Козлову Денису Александровичу;
- генеральному директору ООО «УРВБ-Финансы» Шустову Сергею Леонидовичу;
- специалисту ОАО «Фирма «Кон-Траст» Алешечкину Сергею Николаевичу;
- директору ООО УК «РФЦ-Капитал» Малкову Владимиру Александровичу;
- юрисконсульту ЗАО «Управляющая компания» Мурзину Дмитрию Витальевичу;
- декану экономического факультета Уральского государственного университета им. А. М. Горького Кадочникову Сергею Михайловичу.

Кроме того, благодарностями НАУФОР были отмечены средства массовой информации, активно и полно освещающие вопросы финансового рынка в Уральском регионе:

- телевизионная программа «Деловой Урал» (Челябинск);
- финансовый портал ЧелФин (Челябинск);
- газета «Коммерсант-Прикамье» (Пермь);
- журналисты Анатолий Ефремов (УралПолит.Ru), Элина Тихонова («Эхо Москвы Екатеринбург»), Татьяна Бурдакова («Областная газета»), Александр Чирков («Челябинский рабочий»).

После награждения победителей конкурса «Элита фондового рынка» дипломы и призы были вручены победителям открытого регионального конкурса «Финансовый рынок. Сбережения. Инвестиции».

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	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	Москва	18.05.2011 02.06.2011	10:00-17:00
	Иркутск	27.05.2011 01.06.2011	
	Владивосток	28.05.2011	
	Санкт-Петербург	28.06.2011	
Практические аспекты реализации профессиональными участниками рынка ценных бумаг мер по предупреждению манипулирования и использования инсайдерской информации на финансовом рынке	Екатеринбург	17.05.2011	10:00-16:00