Содержание

№11, ноябрь 2011

Нормы для бизнеса

Дмитрий Степанов, партнер адвокатского бюро «Егоров, Пугинский, Афанасьев и партнеры», рассказывает главному редактору «Вестника НАУФОР» Ирине Слюсаревой, будет ли смерть русскому от того, что хорошо немцу, почему использование чужого национального права становится вопросом суверенитета и по какой причине в ГК до сих пор есть уголовно-правовые «включения».

14

54

Высокие отношения

Клиент всегда прав — поэтому регистратор сделает для эмитента все необходимое.

ТЕМА НОМЕРА: РОССИЯ БЕЗ IPO

4 **Видеть цель**

Михаил Слипенчук рассказывает журналу «Вестник НАУФОР» о том, как из финансового бизнеса вырос огромный холдинг; о том, что для выживания иногда приходится выдумывать новые рынки; а также о том, почему репутация рентабельна.

26 **Россия без IPO**

О том, почему в последние два года доля российских эмитентов, проводящих первичные размещения за рубежом, стремительно растет и какими могут быть выходы из создавшегося положения, дискутируют участники круглого стола НАУФОР — Антон Мальков («Тройка Диалог»), Анна Иванова («ВТБ Капитал»), Олег Бычков («Альфа Банк»), Евгения Богданова («Реннесанс Капитал»), Алексей Тимофев и Ольга Кудинова (НАУФОР).

ЭКСПЕРТНОЕ МНЕНИЕ

40 **Глобальный оптимизм**

Рынок акций РФ в октябре вошел в группу лидеров среди emerging markets, для которых агентство Standard & Poor's рассчитывает индексы S&P/IFCI.

МИРОВЫЕ ФИНАНСЫ

46 **Польский вариант**

Варшавскую фондовую биржу часто называют символом успеха польских экономических реформ.

ЗАДАЧА / РЕШЕНИЕ

52 **Российские как иностранные**

Без пяти минут объединенная российская биржа ММВБ-РТС заявила о планах по привлечению иностранных эмитентов. Заявленное намерение следует понимать как сигнал не о спросе, а о предложении.

60 **В ожидании кризиса**

Зачастую реализация нескольких сценариев развития событий дает более адекватную оценку рисков и стоимости компании, нежели классические алгоритмы.

Размещаться в России?

Хорошая новость состоит в том, что в России случилось первое размещение иностранных корпоративных бумаг: компания Uranium One Inc. предложила инвесторам облигации на сумму 16,5 млн рублей. (До этого в сегменте иностранных бумаг наличествовали лишь гособлигации, облигации ЕБРР и РДР не местной компании «Русал».)

Возможно, это станет началом тренда, и если станет, то у инвесторов, работающих на отечественном рыне, увеличится линейка возможностей.

Однако прочие рыночные события уже который месяц тренируют вестибулярный аппарат инвесторов будто на американских горках. Только гораздо круче. Потоки инвестиций несутся из одной валюты в другую (что вы думаете о перспективах гренландской кроны или санмаринского скудо?), с рынка спот на рынок товарный, и самая горячая новость состоит в том, что ни один актив в кризис не гарантирует безопасности.

Вопрос лишь в том, кто именно пострадает. Наблюдать за этим зрелищем вполне поучительно. Если, конечно, вы не инвестор. Или не работаете в организации типа профсоюза брокеров.

Адреналин гарантирован в любом случае.

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 Татьяна Миронова.
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.

ЦД — фактически и юридически

Создание института центрального депозитария часть проекта построения в России международного финансового центра

В начале декабря Президент РФ Дмитрий Медведев подписал закон, устанавливающий особенности правового положения и деятельности центрального депозитария. Таким образом, в России появилась законодательная возможность для создания ЦД как одного из принципиально важных звеньев инфраструктуры фондового рынка.

Перед тем, как пройти процедуру подписания главой государства, законопроект «О центральном депозитарии» прошел необходимые стадии законотворческого процесса: Государственная дума 17 ноября приняла его в третьем чтении; 29 ноября закон одобрен Советом Федерации.

В реальности работа над законом длилась, как известно участникам рынка, многие годы. Процесс ускорился после того, как главные фондовые площадки страны — биржи РТС и ММВБ — запустили процесс объединения. Возможность создания на отечественном фондовом рынке института ЦД непосредственно связана с проектом построения в России международного финансового центра.

Закон о центральном депозитарии предусматривает создание на российском рынке ценных бумаг центрального учётного института — центрального депозитария, определяется его правовой статус, требования к нему и осуществляемой им деятельности. Закон устанавливает требования к организационно-правовой форме центрального депозитария, к акционерам и органам управления ЦД (включая комитет пользователей услуг центрального депозитария), внутренним документам центрального депозитария, а также регламентируются ограничения, связанные с его реорганизацией и ликвидацией. Федеральным законом предусматривается, что центральный депозитарий может быть только один, а также то, что лицевой счет номинального держателя центрального депозитария в реестре владельцев ценных бумаг может быть открыт только центральному депозитарию. Кроме того, в целях обеспечения окончательности записей по лицевому счету номинального держателя центрального депозитария в реестре при каждой операции с ценными бумагами по лицевому счету номинального держателя центрального депозитария устанавливается обязательность проведения сверки записей центрального депозитария и лица, осуществляющего ведение реестра.

Кроме того, определяются полномочия федерального органа исполнительной власти по финансовым рынкам по регулированию, контролю и надзору за деятельностью центрального депозитария, его участников и должностных лиц.

В связи с принятием Федерального закона «О центральном депозитарии» также в третьем чтении принят Закон «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации.

Закон вносит ряд изменений в Закон «О рынке ценных бумаг» (установление перечня и режимов счетов, требований к обеспечению конфиденциальности информации и другое), «О несостоятельности (банкротстве)» (исключение средств, находящихся на специальном банковском счёте центрального депозитария, из конкурсной массы), «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» (в части полномочий Банка России по осуществлению по счетам владельцев ценных бумаг учёта и перехода прав кредитных организаций на ценные бумаги).

Кроме того, Федеральный закон устанавливает порядок присвоения статуса центрального депозитария, а также особенности государственного контроля и надзора за деятельностью центрального депозитария.

Создание Центрального депозитария призвано централизовать информацию о правах на ценные бумаги и операции с ними, а также структурировать работу биржи ММВБ-РТС. До фактического появления центродепа учетно-расчетные операции обеспечивают расчетные депозитарии бирж ММВБ и РТС (НРД и ДКК соответственно).

Статус центрального депозитария в соответствии с законом может быть присвоен акционерному обществу, являющемуся небанковской кредитной организацией, имеющему лицензию на осуществление депозитарной деятельности на рынке ценных бумаг и осуществляющему функции расчетного депозитария не менее трех лет.

Федеральный закон о ЦД вступит в силу с 1 января 2012 года, за исключением отдельных положений. ◻

Михаил Слипенчук
руководитель группы «Метрополь»

Видеть цель

Большая группа компаний «Метрополь» создана одним человеком, который все это время является ее бессменным руководителем

Михаил Слипенчук рассказывает журналу «Вестник НАУФОР» о том, как из финансового бизнеса вырос огромный холдинг; о том, что для выживания иногда приходится выдумывать новые рынки; а также о том, почему репутация рентабельна.

— Михаил Викторович, группе «Метрополь» в этом году исполнилось 16 лет. Что значит для вас эта дата?

— Для российского фондового рынка это большой срок. Я на этом рынке с октября 1993 года. Начинал еще с ваучеров и прототипов современных ценных бумаг. В 1995 году пришел к выводу, что надо создавать компанию.

За это время мы прошли много испытаний. По сути дела, каждый год отмечался чем-то кризисным – это не только 1998 год, это и межбанковский кризис 1995 года, президентские выборы 1996 года, азиатский кризис 1997 года…

— Какой период был самым тяжелым?

— Особенно тяжелым был год 1998. Тогда из-за отсутствия опыта и грамотно выстроенного риск-менеджмента мы потеряли все и остались еще должны. Тогда самое главное было — договориться с кредиторами. Со всеми мне удалось это сделать, кроме одного, которому и пришлось отдать всю свою ликвидность. И если до кризиса у меня было примерно 24 млн долларов, после кризиса — долг в 3 млн. Я тогда потерял все.

Мы еще до кризиса понимали, что держать все на рынке госбумаг нельзя, девальвация при такой доходности неизбежна, но почему-то не подумали, что из трех худших сценариев будут выбраны все три. То есть и девальвация, и внутренний дефолт, и плюс еще и внешний дефолт. Я думаю, было бы достаточно сразу девальвировать валюту, я даже думаю, что курс не ушел бы до 30 рублей за доллар, на уровне 12 можно было бы расплатиться по внутренним долгам и, заняв деньги, расплатиться по внешним.

Выживание для нас получилось очень сложным. Ликвидность была нулевая, и все друг другу должны.

— За счет чего компания выжила в 1998 году?

— Выжили мы за счет того, что придумали новый рынок. Раз все друг другу должны, надо начать торговать долгами. Покупали за грани-

цей долги того же «Менатепа» под 15–17% от номинала у перепуганных иностранных инвесторов, валюту конвертировали в рубль, а рубли продавали тому, кому нужно было закрыть депозит в банке. Или покупали долги «Роскредита» в Калининграде и продавали в Воронеже. Этими операциями мы заработали такую доходность, которой потом не было никогда. Долг в 3 млн долларов я закрыл где-то за шесть месяцев.

Кроме того, у меня еще были акции, и потом, когда Ельцин объявил о передаче власти Путину и рынок вырос сразу вдвое, мы получили еще 15 млн долларов.

Когда же пошла колоссальная девальвация, появились деньги. Рубль был ослаблен, но российская экономика наполнилась деньгами, и это был большой плюс от кризиса, все заработало.

Риск-менеджмент после 1998 года был поставлен капитально. Благодаря ему мы выжили и в 2008 году. Были моменты, когда я занимал на рынке под 30% годовых в валюте, потому что у нас шли платежи, которые нельзя было остановить ни на одну секунду — иначе репутация потеряна. При этом наш банк в это же время размещался в ЦБ под 5% годовых в рублях. Это результат того, что была создана такая сбалансированная система, «китайская стена» между банком и компанией.

И все же главное было — не потерять присутствие духа и верить в будущее и в себя. Помните, как в фильме «Чародеи» герой учил проходить через стену — «Вижу цель, верю в себя».

На сегодняшний день группа «Метрополь» состоит из двух блоков: первый — это инвестиционно-финансовая операционная деятельность, второй — прямые инвестиции, то, что создает добавочную стоимость и повышает капитализацию. В обоих блоках сегодня работает более 1000 человек.

— **В прошлом году компания серьезно усилила инвестиционно-финансовый блок, к вам пришел Алекс Родзянко.**
— В начале 2009 года я поставил перед своими ребятами задачу — усилить позиции на рынке. Я стал активно искать кадры для укрепления команды. Несмотря на то, что после 2008 года рынок пополнился высококвалифицированными кадрами, достаточно сложно было найти подходящий вариант. Причина прозаическая — «Метрополь» находится в начале «второй обоймы», поэтому убедить людей прийти работать в «Метрополь» было не всегда просто.

Родзянко, Плауде, Рапопорта — он очень интересен. Это не означает, что я нацелен на привлечение только западного менеджмента.

— **Тем не менее вы выбираете только «западных» менеджеров.**
— Мир глобализуется. Сегодня уже нельзя сказать, что Россия независима, и кризис 2008 года это показал. Я надеялся, что он минует Россию, но он не миновал. Причем настолько не миновал, что мы из страны с частным капитализмом превратились в страну с капитализмом государственным. Честно говоря, не знаю, когда это «развернется» обратно.

На сегодняшний день группа «Метрополь» состоит из двух блоков: первый — это инвестиционно-финансовая операционная деятельность, второй — прямые инвестиции, то, что создает добавочную стоимость и повышает капитализацию. В обоих блоках сегодня работает более 1000 человек.

Сложилась команда. Хок Саншайн стал заниматься управлением портфельными инвестициями. Из «Альфа-банка» к нам пришел Артур Плауде —он взял направление долговых обязательств и деривативов. Дэн Рапопорт взл на себя направление по торговле акциями.

Над этим всем нужен был руководитель. Я встретился с Алексеем Родзянко, рассказал ему о задачах и стратегии, которые ставлю перед инвестиционно-банковским блоком, и в принципе, они совпали с его ожиданиями.

— **Прочему руководить IB-направлением вы пригласили топ-менеджера с западным опытом?**
— Я создал компанию с нуля, и у меня лично нет опыта работы в крупных компаниях, кроме как в армии. Поэтому опыт тех, кто работал в крупных инвестиционных домах, для меня крайнее важен, я учусь у них сам. Опыт

Поэтому сегодня мне нужны люди, которые умеют общаться с глобальными финансами, люди с другой ментальностью. Нужно развивать другие подходы и другое позиционирование.

— **Вы можете похвастаться какими-то результатами в инвестиционно-банковском направлении?**
— В 2011 году ИФК «МЕТРОПОЛЬ» вошла в топ-10 ведущих операторов рынка облигаций ММВБ, стала маркет-мейкером и лидером рынка фьючерсов на облигации федерального займа, а также участвовала в качестве со-сорганизатора в выпусках облигационных займов ведущих российских энергетических компаний. Кстати, в 2007-м году мы участвовали в первом в истории «Газпрома» размещении в Японии.

Второе важное направление — коммерческий банк. Это «Обибанк», который на 50% куплен японской «Эс-Би-Ай Холдингс».

КБ «Объединенный инвестиционный банк», входящий в группу «Метрополь», был зарегистрирован 26 декабря 1994 года. Уставный капитал банка составляет 900 млн рублей, активы по итогам первого полугодия 2011 года — 10,9 млрд рублей. В июне 2011 года 50% уставного капитала банка было приобретено японской компанией SBI Holdings, Inc.

— **Какие преимущества вы ждете от японского партнерства?**

— Японское партнерство в первую очередь дает технологии. «Эс-Би-Ай» — это крупнейший и лучший в Японии интернет-банк. Идея сделки заключалась в том, чтобы привести в банк новейшие японские технологии интернет-банка. Во-вторых, это японская клиентура, потому что японцы привыкли работать с японским банком. Третье — это сравнительно дешевый японский капитал по сравнению с нашим.

Это исторический шаг, когда японцы входят в такое партнерство. То есть сегодня мы из «Обибанка» планируем сделать интернет-банк. Чтобы на одном экране клиент мог выполнить все виды операций, начиная от платежей за кредиты и заканчивая операциями с ценными бумагами, золотом.

— **На каких клиентов банк будет ориентироваться?**

— Сегодня «Обибанк» — это банк персонального обслуживания крупных клиентов. У него нет частных вкладчиков, и это здорово нас выручило во время кризиса. Надо идти дальше — к среднему клиенту, к мелкому.

Плюс у нас есть банк в Конго, ему два года. Это первый африканский банк со 100%-ным российским капиталом.

— **Почему Конго?**

— Конго — это страна с тяжелой судьбой, которая 37 лет находится в состоянии гражданской войны, но при этом самая богатая ресурсами страна в Африке. Там есть золото, алмазы, нефть.

— **То есть вы купили банк под будущие проекты?**

— И даже не купил, а создал с нуля. Приобрели в центре (в Киншасе) недвижимость. Несмотря на все проблемы в стране, традиции отношения к собственности в ней на высоком уровне. Возможно, потому что это бывшая бельгийская колония.

У нас есть еще компании в Лондоне и на Кипре. А также управляющая компания. По итогам года мы находимся в тройке лидеров по доходности паевых инвестиционных портфелей.

— **В группе присутствует второй блок – «прямых инвестиций». Как он появился, и как развивается это направление сейчас?**

— Россия обладает колоссальным ресурсным потенциалом, и при этом сильно недооценена. Поэтому с 2000 года, помимо только финансовых и фондовых операций, мы стали заниматься тем, что для себя я называю «повышением капитализации страны». Это создание новых инвестиционных продуктов с нуля.

Это самые высокорискованные инвестиции. Ни один банк, ни одна инвестиционная компания не даст деньги в развитие производства, если не видно реального «выхлопа». Поэтому мы начали самостоятельно создавать новые интересные инвестиционные продукты. В мире это называется бизнес-ангел, а я это называю бизнес-архангел.

Началось с того, что мы стали покупать под клиентов предприятия, чтобы наладить на них производство. Мои первые клиенты со мной, к сожалению, в срок не расплатились, и мы стали владельцами контрольного пакета Саратовского аккумуляторного завода (ОАО «Электроисточник») и обнаружили для себя доселе неизвестную форму деятельности — антикризисное управление.

Мы поставили трех новых руководителей, закупили новое оборудование, занялись производством. За полтора года мы не только окупили свои вложения, но докупили еще шесть профильных заводов и сформировали крупнейший в России холдинг «Русские аккумуляторы», который производил 50% всей аккумуляторной продукции России.

(В холдинг «Русские аккумуляторы» входили Подольский аккумуляторный завод, ОАО «Электроисточник» (Саратов), НИИ стартерных аккумуляторов (НИИСТА) и смоленское ОАО «Источники тока». — *прим.*).

Проект давал хорошую доходность до тех пор, пока в 2003 году цены на сырье (в данном случае на свинец, цена на который составляет практически 80% стоимости самого аккумулятора) не выросли почти в два раза за очень короткий промежуток времени. Производство же не может так резко увеличить реализационную стоимость произведенной продукции! Это опять же несбалансированность внутри российских и международных товарно-сырьевых потоков.

Я стал думать, где же найти свинец. Пришлось вспомнить свою первую специальность — я закончил географический факультет МГУ. Россия занимает первое место по запасам полиметаллов, к которым свинец относится, но, к сожалению, очень сильно отстает по производству. Выяснилось, что некоторые из месторождений выставляются на аукционах.

Мы стали принимать участие во всех аукционах, где выставлялись место-

Ни один банк, ни одна инвестиционная компания не даст деньги в развитие производства, если не видно реального «выхлопа». Поэтому мы начали самостоятельно создавать новые интересные инвестиционные продукты. В мире это называется «бизнес-ангел», а я это называю «бизнес-архангел».

«Байкальская гавань» — особая экономическая зона туристско-рекреационного типа, создаваемая на восточном побережье озера Байкал в 140 км от Улан-Удэ.

рождения полиметаллических руд, и в одном из них победили. По количеству свинца, который можно там добыть, нам бы как раз хватило на все наши заводы. Но второй важнейший цветной металл — цинк, — в нашем месторождении присутствовал в таком количестве, что его вся российская промышленность не смогла бы переработать.

Это, конечно, уже совсем не профильный для финансовой структуры бизнес, хотя он четко ложится в выбранную стратегию «повышения капитализации страны». Я понял, что в одиночку уже не справлюсь, полностью продал долю в «Русских аккумуляторах» и все силы сосредоточил в новой компании, которая занималась управлением горнодобывающими процессами. Эта компания была создана в 2005 году и стала называться «Металлы Восточной Сибири».

Это наше горнодобывающее направление, где мы занимаемся подготовкой к разработке месторождений. Сейчас это сеть месторождений полиметаллов.

Основные активы корпорации «Металлы Восточной Сибири» расположены в Республике Бурятия. Компания владеет правами на разработку месторождений Озерное (цинк, свинец), Назаровское (золото, цинк), Ермаковское (бериллий, флюорит), Талинское (бурый уголь), Холоднинское (цинк, свинец). В Томской области находится Бакчарское железорудное проявление — лицензией на его разработку также владеем мы. Активы компании «Металлы Восточной Сибири» аккумулируют 47% цинка, 24% свинца и 80% бериллия от общих балансовых запасов России, что составляет более 18 миллионов тонн цинка, свыше 3 миллионов тонн свинца и 5,7 тысяч тонн бериллия.

По полиметаллам у нас достаточно долгое время был партнер — канадская компания. Они зашли в 2006 году, но, к сожалению, в 2008 году во время кризиса вышли из проекта. Сейчас ведем переговоры с другими компаниями.

Финансовый центр — это в первую очередь надежность региональной валюты, это некие требования к операторам рынка, которые должны иметь международные стандарты, и некая система контроля, риск-менеджмент. И я считаю, что Россия, а именно — Москва, имеет идеальное географическое и уникальное бизнес-положение, чтобы эту нишу занять.

— Вы рассматриваете варианты привлечения средств через IPO?

— Конечно, мне же нужен дешевый капитал. Мы максимально открыты к рынку вообще.

Если нашим партнером станет компания восточного направления, то, проводить IPO будем в Гонконге.

— Почему не в России? Мы строим МФЦ, но если даже наши эмитенты предпочитают размещаться не здесь...

— Но это и не страшно. Дело ведь не только в эмитентах. Финансовый центр — это в первую очередь надежность региональной валюты, это некие требования к операторам рынка, которые должны иметь международные стандарты, и некая система контроля, риск-менеджмент. И я считаю, что Россия, а именно — Москва, имеет

идеальное географическое и уникальное бизнес-положение, чтобы эту нишу занять.

Разница между Токио и Москвой — пять часов, с Лондоном — три. Реально мы «перекрываем» рабочий день. Сегодня он не перекрывается, но мы можем это сделать и перехватить финансовые потоки.

— Почему это до сих пор не произошло, что, на ваш взгляд, мешает?

— Отсутствует уверенность инвесторов в благоприятном инвестиционном климате в России. Сейчас будут выборы. Существует очень сильное влияние чиновников, которое пока не контролируется правилами. Пока.

Надо создавать программы поддержки малого и среднего бизнеса на местах. Сейчас мы это делаем в Бурятии. Создали там фонд с капитализацией 12 млрд рублей. Этого, я считаю, достаточно для того, чтобы кто-то из проживающих в регионе мог заняться малым или средним бизнесом.

Наверное, было бы правильно воспользоваться моделью, которую построила Германия после войны, или те же США — необходимо создавать государственные и полугосударственные фонды по инвестициям в инфраструктуру. Деньги должны быть длинные, потому что окупаемость долгая. Это дает огромное количество рабочих мест. Надо раскручивать маховик экономики.

— Из каких денег их нужно создавать?

— Частный капитал сам по себе создает деньги короткие и дорогие. Я готов построить дорогу к своему месторождению, хотя в принципе это государственная задача. Но должно быть так: я как частный предприниматель строю, например, завод, а государство — железную дорогу. Я же вынужден буду вывозить концентрат и буду платить за это государству. Почему нет?

— Вы ждете от государства каких-то стимулирующих мер для таких проектов, может, налоговых?

— Не в налогах даже дело. Приведу пример. Это «Байкальская гавань» — особая экономическая зона туристско-рекреационного типа, создаваемая на территории Прибайкальского района Республики Бурятия на восточном побережье озера Байкал в 140 км от Улан-Удэ.

В 2010 году государство выделило 2 млрд рублей, которые были использованы для создания инфраструктуры. Это отсыпка грунта, коммуникации, вода, очистные сооружения... Частный бизнес, который строит на этом месте отели, уже подключается к этим сетям. В данной ситуации государство вкладывает деньги в инфраструктуру, и частному бизнесу уже есть куда прийти. Государство взяло на себя ответственность, потому что считает, что это имеет будущее.

Сейчас мы занимаемся строительством в «Байкальской гавани», строим там Когресс-центр, несколько отелей.

Бизнесу нужны такие инфраструктурные государственные проекты, которые дают возможность развиваться частному капиталу.

— Вы же являетесь депутатом райсовета в Бурятии.

— Сейчас прошел в Госдуму от Бурятии.

— Зачем?

— Я пришел к выводу, что, наверное, наступил тот момент, когда опыт, полученный в процессе выживания во всех кризисах российский экономики и управления компанией, опыт работы с мировым капиталом — нужно попробовать применить в данном случае уже не в отдельно взятой республике, а на всю страну. Во всяком случае, дать рекомендации.

Когда мы начали проект (по подготовке месторождений в Бурятии — *прим. ред.*), доинвестировали и в карьер, и в инфраструктуру. Провели сотовую связь, Интернет. Люди теперь ходят с мобильными телефонами. И тем не менее народ живет плохо — зарплата 4–5 тыс. рублей у тех, кто работает на государство, а частного бизнеса вообще нет.

Чтобы еще больше поддержать финансирование района, я выписался из Москвы, прописался в Бурятии, и плачу налоги там. Мои налоги для этого региона — ощутимая сумма. В марте 2011 года я стал депутатом Еравнинского района. Его территория по площади равна территории Бельгии, на ней проживает 17 тыс. человек.

Я думаю, что за счет наших инвестиций Республика Бурятия приобретет новое значение как богатейшая часть России, с богатейшей культурой.

В центре Улан-Удэ мы построили Бурятский деловой центр, в нем к концу

Наверное, было бы правильно воспользоваться моделью, которую построила Германия после войны, или те же США — необходимо создавать государственные и полугосударственные фонды по инвестициям в инфраструктуру. Деньги должны быть длинные, потому что окупаемость долгая. Это дает огромное количество рабочих мест. Надо раскручивать маховик экономики.

В 2010 году государство выделило 2 млрд рублей, которые были использованы для создания инфраструктуры... Частный бизнес, который строит на этом месте отели, уже подключается к этим сетям. В данной ситуации государство вкладывает деньги в инфраструктуру, и частному бизнесу уже есть куда прийти. Государство взяло на себя ответственность, потому что считает, что это имеет будущее.

года должно завершиться строительство пятизвездочной гостиницы. Аэропорт «Байкал», который тоже принадлежит нам, работал с 8 утра до полудня, и не было даже тележек для багажа. Сейчас он работает круглосуточно и стал аэропортом международного уровня. Мы запустили новые рейсы — в Китай и Таиланд.

— Как депутат Госдумы, вы будете принимать законы. Решение каких вопросов вы поставите на законодательный уровень прежде всего?

— Первый вопрос, который волнует как минимум население Бурятии, да и вообще всю страну — это детские сады, школы, больницы, дороги. Простейшие вещи. Это же государственная задача. Может быть, имеет смысл создавать частно-государственные фонды, в общем, это должно иметь поддержку на государственном уровне, чтобы быть инвестиционно привлекательным для частного бизнеса.

— Вы недавно встречались с премьером. С точки зрения профессионала, который работает на фондовом рынке, вы находите у него понимание частных проблем нашего финансового рынка?

— Я считаю, что он шикарно разбирается в финансовых инструментах. Он понимает основы экономики и финансовых потоков, но при этом всецело доверяет команде. Кризис 2008 года это показал, когда страна была переведена в ручное управление. В принципе по пятибалльной системе я поставил бы 4+ за выход. То есть банки были бесстрашно накачаны деньгами. Где-то там, конечно, деньги просочились и пропали, но банковская система была спасена, соответственно, было спасено доверие вкладчиков, финасовая система не была обескровлена. Это очень важно. Не доделали, может быть, то, что в результате за долги были разобраны крупные предприятия и в результате наша страна пошла по пути государственного капитализма. Но это коснулось не только нас, Европа и Америка пошли по этому же пути. Но до среднего бизнеса деньги не дошли. Кстати, эта точка опоры в лице малого бизнеса исчезла, ее сегодня нет. Ее надо создавать, а как — никто не знает. Тупо деньги отправлять в банковскую систему — но банки деньги малому бизнесу не дадут, потому что страшно. Поэтому кредитование очень слабое. В основном кредитуются крупные частные корпорации.

— Как вы оцениваете сегодняшнюю нынешнюю расстановку сил на рынке, зная его с самого начала?

— Кризис показал, что среди компаний, которые имеют историю, занимают серьезные позиции, независимых практически не осталось. Усиливается государственное присутствие.

— Сложно ли конкурировать с крупными госдомами?

— Сложно. У них деньги другого качества — непонятно какого размера, длины и стоимости. У нас деньги получаются достаточно дорогими. Мы должны быть более быстрыми и более цепкими. В принципе сегодня «ВТБ Капитал» позиционируется как компания, которая обслуживает практически все государственные корпорации. Но существует еще сотня-тысяча предприятий среднего уровня, которые, если им нужен дешевый капитал, идут, конечно, туда же, а если им нужны более сложные конструкции — они, наверное, будут работать с нами. Потому что мы быстрее принимаем решения.

Еще за два года до кризиса 2008 года я продал все свои крупные пакеты акций, потому что чувствовал, что рынок не может так долго расти. Собственный стоп-профит. Поэтому когда все рухнуло, мы не были никому должны, но был единственный минус — живых денег не было. Куча проектов, а денег нет. Поэтому моя задача была сохранить активы и сохранить команду. Было понятно, что когда ликвидность вернется обратно, в цене будут уже не акции, а живые проекты. Собственно, сейчас — реально мое время. ◻

Еще за два года до кризиса 2008 года я продал все свои крупные пакеты акций, потому что чувствовал, что рынок не может так долго расти. Собственный стоп-профит. Было понятно, что, когда ликвидность вернется обратно, в цене будут уже не акции, а живые проекты. Собственно, сейчас — реально мое время.

Уважаемые читатели!

Подписаться на журнал «Вестник НАУФОР» можно в отделениях «Почта России» через «Объединенный каталог «Пресса России» — подписной индекс 27904, или через каталог «Роспечать» — подписной индекс 79361.
Через «Объединенный каталог «Пресса России» можно также оформить помесячную подписку.
Кроме того, подписаться на журнал можно через редакцию, направив заполненный подписной купон по факсу 8 (495) 787-24-86 (для Мироновой Татьяны).
Стоимость подписки на журнал не изменилась.

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.

Дмитрий Степанов
партнер адвокатского бюро «Егоров, Пугинский, Афанасьев и партнеры»

Нормы для бизнеса

Работа по нормативному обеспечению строительства МФЦ привела к поправкам в Гражданском кодексе

Дмитрий Степанов, партнер адвокатского бюро «Егоров, Пугинский, Афанасьев и партнеры», рассказывает главному редактору «Вестника НАУФОР» Ирине Слюсаревой, будет ли смерть русскому от того, что хорошо немцу, почему использование чужого национального права становится вопросом суверенитета и по какой причине в ГК до сих пор есть уголовно-правовые «включения».

— Дмитрий, у людей, которые следят за работой экспертной группы Волошина, может (как мне кажется) возникнуть вопрос: почему строительство МФЦ привело к идее менять Гражданский кодекс?

— Проект МФЦ реально стартовал полтора года назад. В рамках работы по нормативному обеспечению проекта был создан ряд подгрупп, среди которых была выделена подгруппа по общим вопросам гражданского права и подгруппа по вопросам корпоративного законодательства. Актуальный план для рабочей группы изначально предполагал, что в итоге будут сформулированы основные ожидания бизнеса и профессионального сообщества в отношении законодательства, тогда как работа над конкретными нормами законов вообще не планировалась.

Однако после публикации текста поправок в Гражданский кодекс, подготовленного Советом по кодификации, стало очевидно, что многие предложения, исходящие от Совета по кодификации, кардинально расходятся с теми идеями, которые продвигает рабочая группа по созданию МФЦ. В результате фокус работы указанных двух подгрупп был смещен в сторону критики поправок, разработанных Советом по кодификации, что на более позднем этапе вылилось в тексты конкретных поправок в Гражданский кодекс, а далее перешло в обсуждение отдельных институтов и детальных противоречий. Многие, наверное, помнят летнюю дискуссию в СМИ о том, стоит ли увеличивать уставный капитал коммерческих организаций. Совет по кодификации предлагал ввести требование к капиталу в зависимости от организационно-правовой формы от 500 тысяч рублей до пяти миллионов. Рабочая группа по МФЦ со своей стороны предложила вообще отменить минимальный уставный капитал у всех

юридических лиц и создавать компании без минимального уставного капитала, как это делается во многих юрисдикциях. После совещания у вице-премьера Игоря Шувалова летом этого года было достигнуто компромиссное решение, которое заключалось в том, чтобы не вносить вообще никаких изменений в этой части. Это не отвечало ни предложениям МФЦ по отмене требований минимального уставного капитала, ни предложениям Совета по кодификации по увеличению его до запредельных значений.

— Но ведь для банков существуют требования Базеля, и они идут в сторону именно ужесточения минимального уставного капитала, не так ли?

— То же самое можно сказать не только о банках, но и о профессиональных участниках рынка ценных бумаг, для которых уставный капитал не является единственным регламентируемым показателем. Уставный капитал — это один из элементов пруденциального надзора, а предъявлять такие требования к компаниям, не относящимся к регулируемым бизнесам, на наш взгляд, бессмысленно. Есть крупные финансовые институты, которые несут большой финансовый риск для всей страны. Таким игрокам регуляторы могут предъявлять требования, для того чтобы те отвечали определенным критериям, важным для всей экономики страны. Но в масштабах страны маленький частный бизнес — это не тот институт, ради которого стоит тратить ресурсы на мониторинг капитала.

Сейчас за границей очень распространен такой подход к регулированию системообразующих крупных бизнесов, который сформулирован в поговорке «too big too fail». Смысл этого подхода заключается в том, что конкретный правопорядок законодательно не может себе позволить, чтобы крупная корпорация или крупный банк разорились и впоследствии повлекли за собой более серьезные экономические последствия в масштабах всей страны или глобальной экономики. Ведь если случится второй Lehman Brothers, то будут такие же последствия, как и в первом случае. И с точки зрения подхода «too big too fail» увеличение уставного капитала для мелких компаний не принесет никаких изменений. Наоборот, крупные компании можно продолжить регулировать, вводя все новые и новые техники регулирования. На сегодняшний день тенденция регулирования идет по пути распространения специальных требований не только на банки или финансовые компании, профучастников рынка ценных бумаг, но и на крупнейшие корпорации. Однако это никак не соотносится с предложением Совета по кодификации о регулировании мелких частных бизнесов.

— А по поводу принципа too big too fail могу заметить, что в паре с ним ходит еще поговорка насчет moral hazard. Если участник рынка понимает, что он слишком велик, и поэтому центробанк (или кто-то еще) не даст ему упасть, то он начинает расслабляться.

— Да, верно. Но для мелких бизнесов это тоже не столь принципиально, потому что они не испытывают moral hazard от наличия большого уставного капитала, а вот входной барьер для многих из них повышается. Поэтому возникает вопрос: нужно ли нам для целей защиты кредиторов (кстати сказать, крайне призрачной, если говорить об уставном капитале) мелких компаний завышать входной барьер настолько сильно, чтобы фактически сделать его запретительным для открытия новых бизнесов? По большому счету, это был главный аргумент не только от группы по созданию МФЦ, но и от представителей мелкого и среднего бизнеса. И этот аргумент был услышан.

— Получается, что сейчас есть некий конфликт, и в нем участвуют две группировки интересантов.

— Первая группа интересантов — это Совет по кодификации и сторонники подготовленной Советом по кодификации версии поправок в Гражданский кодекс. Сюда относятся сам совет, Центр частного права, который обеспечивает работу Совета по кодификации, а также ряд наиболее авторитетных и уважаемых судей Высшего арбитражного суда РФ. Поэтому просто в силу человеческого присутствия Высший арбитражный суд по абсолютному большинству позиций, скорее, находится вместе с Советом по кодификации.

Вторая группа — это оппоненты Совета по кодификации во главе с Министерством экономического развития. Туда же можно отнести рабочую группу по созданию МФЦ, корпоративных юристов (в том числе НП «Содействие развитию корпоративного права», объединившее десять

Есть крупные финансовые институты, которые несут большой финансовый риск для всей страны. Таким игрокам регуляторы могут предъявлять требования, для того чтобы те отвечали определенным критериям, важным для всей экономики страны. Но в масштабах страны маленький частный бизнес — это не тот институт, ради которого стоит тратить ресурсы на мониторинг капитала.

ведущих национальных юридических фирм, АКЮР — Ассоциация корпоративных юристов России). Кроме того, это, видимо, НАУФОР, РСПП, «Деловая Россия», инвестсообщество.

— Мы забыли еще ГПУ!

— ГПУ Администрации Президента было поручено подготовить версию поправок, учитывающую мнение обеих сторон, но в итоге ГПУ представило фактически свою версию поправок, которые не были приняты Советом по кодификации и процентов на восемьдесят отражали позицию второго лагеря. Особенность поправок ГПУ состояла в том, что это был очень узкий проект, связанный в основном с корпоративным блоком. Он не включал ни вещных прав, ни интеллектуальной собственности, ни сколько-нибудь серьезных норм по обязательственному праву. В итоге версия ГПУ содержательно оказалась в лагере, близком к МЭР, но при этом не решала всех тех задач, которые решает Совет по кодификации. В результате представители Совета по кодификации 12 октября встретились с президентом, и по итогам этой встречи президент поручил Министерству юстиции выступить фактически в роли третьего арбитра.

Первым арбитром, напомню, был Игорь Шувалов, вторым — ГПУ, третьим — соответственно, Минюст. Отныне дважды в неделю, начиная с середины ноября, проходят встречи у замминистра Юрия Любимова, где по одну сторону стола собираются представители Совета по кодификации и Высшего арбитражного суда, по другую — Минэкономразвития, рабочей группы МФЦ.

— Хочу задать уточняющий вопрос. Логика поправок группировки «МЭР-корпоративные юристы» мне (и нашим читателям) понятна. А вот те, кто представлен Советом по кодификации и Высшим арбитражным судом, — в чем их логика?

— Подход Совета по кодификации и Высшего арбитражного суда — это подход довольно осторожный и, я бы

сказал, охранительный, в основу которого заложены опасения негативных последствий каких-либо изменений, потому что не все риски можно просчитать. По мнению Совета по кодификации, излишняя либерализация может привести к негативным последствиям в плане ущемления прав физических лиц, «слабых предпринимателей», кредиторов корпораций.

На это есть ответ с нашей стороны: большая часть предлагаемых нами инициатив ориентирована, скорее, на коммерсантов, чем на граждан. Соответственно, в Гражданском кодексе очень важно постоянно разделять нормы, применимые как для всех категорий, так и отдельно для граждан или отдельно для коммерсантов.

Второе различие объясняется общими принципами подходов к реализации тех или иных конструкций. Подход МФЦ, МЭР — это, скорее, общая диспозитивность для коммерсантов, которая предполагает возможность реализовать свою свободу, и ориентирована на инициативу людей или субъектов оборота и на дозволительность тех или иных норм гражданского права.

Наши оппоненты, с одной стороны, соглашаются с тем, что гражданское право — это сфера свободы, но с оговоркой, что нормы должны быть выписаны предельно узко, и в них уже должны содержаться те или иные модели поведения, а участники оборота, как правило, не могут от них отходить. Типичный пример — акционерное соглашение. Фактически МФЦ, МЭР всегда выступали и выступают за широкую свободу акционерных соглашений. Совет по кодификации ограничивает эти соглашения определенными законодательными нормами, за пределы которых выходить нельзя. И такой подход применяется к любому институту. Например, МФЦ предлагает для непубличной компании разрешать практически все, что угодно, но для публичной, наоборот, — вводить очень жесткое регулирование. Совет по кодификации отстаивает жесткое регулирование как для публичных, так и для непубличных бизнесов. По любому коммерческому договору МФЦ допускает принцип свободы договора, а Совет по кодификации, как правило, предпочитает выписать, до чего договориться нельзя или, более того, — до чего договориться можно, тем самым предрешая за коммерсантов как за агентов оборота какие-то договоренности.

МФЦ предлагает для непубличной компании разрешать практически все что угодно, но для публичной, наоборот, — вводить очень жесткое регулирование. Совет по кодификации отстаивает жесткое регулирование как для публичных, так и для непубличных бизнесов.

Такая логика вполне объяснима и исходит из соображений о том, что, с одной стороны, граждане нуждаются в специальной защите, чего мы не отрицаем и принимаем как условие, а с другой — что коммерсант коммерсанту рознь. По словам представителей Совета по кодификации, компания-монополист всегда может навязать условия договора слабой стороне, поэтому излишний либерализм может привести к тому, что экономически сильному коммерсанту будет дозволено делать все что угодно. И в условиях договора (неважно где — в коммерческом ли контракте, соглашении акционеров, сделке по финансированию) сильная сторона навяжет слабой какие-то договоренности; формально это будет свободный договор, реально — выкрученные руки.

Тем не менее мы со своей стороны остаемся на довольно либеральных позициях, поскольку считаем, что законодатель должен предоставить максимальную свободу бизнесмену.

Соответственно, если мы доверяем коммерсантам и дозволяем им рисковать, то должны понимать, с чем сопряжены эти риски, в том числе с принятием невыгодных договорных условий.

А вопросы монополизма следует решать не средствами гражданского права, а инструментами специальной отрасли под названием «антимонопольное законодательство», в то время как для наказания в случае крайних нарушений законности существует уголовная сфера. В таких дискуссиях мы часто видим, что решение задач антимонопольного регулирования, уголовного законодательства при несовершенстве их процедур администрирования, а если еще шире — при несовершенстве любых административных механизмов — переносятся в гражданский кодекс.

— Правильно ли я понимаю, что в законодательстве так называемых развитых стран как раз разрешено все, что не запрещено? И гибкость действий бизнеса обусловлена именно этим?

— Давайте разделять две группы юрисдикций. Когда мы ссылаемся на развитые правопорядки, наши оппоненты нас тут же перебивают и говорят, что мы имеем в виду англоамериканское право, а оно России не подходит, потому что мы являемся частью континентальной системы права, и у нас своя правовая традиция. Мы перестали апеллировать к английскому и американскому праву, понимая, что это

неубедительный довод для наших оппонентов, и обратились к более близким нам юрисдикциям — Франции, Германии, Голландии.

Тогда мы увидели, что по большинству позиций, по которым мы спорим, во Франции и в Голландии ситуация примерно такая же, как в Великобритании. Иными словами, для коммерсантов принцип свободы договора там является определяющим. И законодатель, как правило, вообще не вторгается в свободу договора, если это не связано с антимонопольным регулированием или с уголовными преследованием.

Но даже если мы видим, что по конкретному вопросу в праве Франции или Германии все разрешено, и можем привести такие примеры со ссылкой на судебную практику или закон, то наши оппоненты снова нам возражают, что Россия — другая страна, поэтому немецкий (или французский) опыт здесь не применимы. На мой взгляд, прежде всего нужно договариваться до общего формата дискуссии. Любой другой опыт является для нас показательным, и мы можем использовать то, что успешно работает в других странах. Резюмируя, я бы добавил, что в большинстве развитых правопорядков — и континентальных, и англоамериканских — многие базовые принципы, за которые выступает наша группа, так или иначе присутствуют. Один из таких принципов — это свобода договора, диспозитивность норм договорного обязательственного права, как минимум, для бизнесменов, а также разграничение сфер регулирования на законодательство гражданское, административное/антимонопольное/уголовное. По сути, сейчас мы переживаем болезненный переходный момент от советского «охранительного» гражданского законодательства, которое было ориентировано на граждан, к нормальному европейскому гражданскому законодательству. И в ходе реформы настал некий момент истины, потому что сейчас ломаются стереотипы, оставшиеся у нас рудиментарными включениями советского гражданского законодательства.

Но реформа предполагает не только изменение закона, но и трансформацию сознания, поэтому наша дискуссия — это, в том числе, взаимный образовательный процесс, который, как мне кажется, даже более важен, чем изменение закона. Потому что в нашей стране есть очевидная разделенность бизнес-сообщества, давно оперирующего терминологией инвестбанкира, с одной стороны, и судейского академического сообщества, с другой, видящей зачастую негатив и то жулье, которое нередко оказывается в наших судах. Для того чтобы диалог сторон был конструктивным, мы должны начать говорить на одном языке.

В нашей стране есть очевидная разделенность бизнес-сообщества, давно оперирующего терминологией инвестбанкира, с одной стороны, и судейского академического сообщества, с другой, видящей зачастую негатив и то жулье, которое нередко оказывается в наших судах. Для того чтобы диалог сторон был конструктивным, мы должны начать говорить на одном языке.

— Мы не одни идем путем создания институтов частного бизнеса. Были и другие страны, хотя бы на постсоветском пространстве. Что вы можете сказать об их опыте?

— Летом я был на учебе в Калифорнии, где собрались представители юридических фирм со всего мира. В какой-то момент мы попытались выяснить, какое право является превалирующим? В том полушарии, где находятся обе Америки, превалирует право штата Нью-Йорк, в противоположном полушарии превалирует английское право. Исключением из этого оказываются собственно США. Там в конкретных штатах может применяться материальное право того штата, где находится компания. Опять же big deals, как правило, управляются правом штата Нью-Йорк. Далее перемещаемся в Европу. Великобритания — это, понятно, английское право. Голландия — голландское право. Франция — скорее, французское право, за некоторыми исключениями. Германия — может быть, немецкое право. Италия, Испания, Португалия часто используют английское право. На пространстве всех других, менее развитых правопорядков, для большинства крупных сделок применяется английское право.

— Колониальное наследие играет роль или другие факторы?

— Здесь важно учитывать ряд факторов — и наследие, и язык. Я считаю, что язык, а не право в данном случае является определяющим, хотя некоторые коллеги со мной не согласны.

Китай демонстрирует исключение из этого подхода, потому что там государство навязывает свое право. Если вы имеете дело с китайским контрагентом, ассоциированным с государством, то у вас, как правило, особого права выбора применимого права нет. Либо возможна ситуация, когда выбирается не китайское и не английское право, а некий компромиссный вариант, например, право Швеции или Швейцарии. Бесспорно, на сегодняшний день имеет

место тенденция, что англосаксонское право превалирует в юридическом бизнесе повсеместно, за исключением своих юрисдикций, где оно и является управляющим правом. В то же время ряд развитых стран и развитых правопорядков пытается развивать и продвигать свое право, потому что каждому государству выгодно и удобно, чтобы сложные сделки оформлялись своими юристами, а споры разрешались в национальных судах, и тем самым осуществлялся приток инвестиций в свою страну.

Поэтому каждое государство в большей или меньшей степени работает над развитием своего законодательства. Самый успешный пример демонстрирует Голландия. Эта страна сейчас отмечается большинством практикующих юристов как самая либеральная юрисдикция среди континентальных европейских правопорядков. Правда, для финансовых сделок обычно называется Люксембург — маленькая страна с очень продвинутым финансовым законодательством. В Южной Америке и странах, входящих в БРИК или к ним приближающихся, тоже начали развивать свои законодательства. Среди наиболее продвинутых можно отметить Бразилию и, может быть, Чили и Аргентину.

Если двигаться в Азию, то там китайцы развивают свое право. В Индии — английское наследие. Создание МФЦ в Объединенных Арабских Эмиратах со специально учрежденным судом с английскими судьями является примером прямого экспорта английского права. Поэтому очевидно, что английское право превалирует на мировом пространстве, а различные национальные юрисдикции теми или иными способами пытаются с ним бороться, но по факту — приближать свое частное право к англосаксонскому.

В России осознание того, что наш рынок замещен английским правом, случилось буквально пару лет назад, когда даже крупные сделки по покупке недвижимости стали заключаться по

английскому праву. И когда это стало очевидным, регуляторы и законодатель испугались, началось обратное движение, примером чему является реформа в связи с созданием МФЦ, предложения от НП «Содействие развитию корпоративного законодательства», от АКЮР, от НАУФОР.

— А в чем риски того, что у нас все сделки будут делаться не по российскому праву?

— Риски в том, что распределение активов на территории Российской Федерации будет определять иностранный законодатель. В конечном счете это просто вопрос национального суверенитета. Потому что одно дело, когда наш законодатель говорит, как должны структурироваться те или иные активы или определяться право собственности внутри страны на эти активы, а другое дело, когда английский законодатель или, еще хуже, английский судья будет определять, кому принадлежат российские активы. Поэтому русское право — это часть суверенитета. Если посмотреть на сегодняшнюю судебную практику в нашей стране, то можно заметить, что российские суды, включая Высший арбитражный суд, рассматривают в основном спорные вопросы по небольшим, несущественным сделкам. А оборотная сторона медали заключается в том, что миллиардные споры с некоторых пор все больше рассматриваются в Лондоне.

Есть и часть правды в том, что не только ригидное гражданское право повинно в бегстве сделок в иностранные юрисдикции. Этому существует и объяснение, связанное с тем, что в Англии, например, есть офшоры, а в России сделки не делаются, потому что здесь сложное налоговое законодательство. Опять же, если посмотреть на международные рейтинги, то эффективные налоговые ставки в России по сравнению с прочими правопорядками не так уж и высоки. Да, Россия не является офшорной

юрисдикцией, но если сравнивать с «развитыми правопорядками», мы по ряду позиций не так плохо выглядим вовне. И если сейчас обратиться к налоговому юристу, то он, конечно же, выстроит ряд опций, где лучше что сделать, — в Нидерландах, на Кипре или в других странах, но, как правило, определяющей является не разница в налоге (2–3%).

Для налогового планирования можно просто выводить в офшоры трейдинговую структуру. Если обороты оседают на трейдерах (грубо говоря, в случае производственного холдинга), то остальная-то часть бизнеса все равно должна быть расположена в другой юрисдикции — там, где это удобно для бизнеса с точки зрения управления. Мы, как правило, даем совет клиенту использовать иностранную юрисдикцию не для целей налогообложения. Я вообще ничего в налогах не понимаю, но тем не менее очень часто прихожу к выводу, что пусть лучше сделка будет структурирована по английскому праву, поскольку не могу обещать клиенту, что в отечественном правовом поле у него все будет гладко. Я честно говорю, что в нашем праве большие риски и лучше идти туда, где рисков нет.

А налоги — это всего лишь один из критериев, которые принимают во внимание, но, на мой взгляд, не из числа определяющих.

— Я не вполне поняла насчет разграничения сфер договора и свободы договора.

— Базовый принцип свободы договора (развитый в свое время французскими юристами) предполагает, что стороны, участвующие в договоре, могут сами определять условия договора и договориться практически до чего угодно. А договор, надлежащим образом заключенный, получает силу закона. В этой ситуации возникает ключевой вопрос: насколько государство может влиять на законодательном уровне патерналистским образом на условия договора? Должно ли государство сужать сферу применения принципа свободы договора или расширять? Мы выступаем за максимальное расширение принципа свободы договора.

Если посмотреть на сегодняшнюю судебную практику в нашей стране, то можно заметить, что российские суды, включая Высший арбитражный суд, рассматривают в основном спорные вопросы по небольшим, несущественным сделкам. А оборотная сторона медали заключается в том, что миллиардные споры с некоторых пор все больше рассматриваются в Лондоне.

Любая норма гражданского закона (а Гражданский кодекс — это разновидность гражданского закона) может быть сформулирована как норма императивная, а может — как норма диспозитивная. Императивная норма звучит примерно следующим образом: если А, то Б, и точка. Иногда эта норма может звучать немного иначе: если А, то Б, точка, но если вы нарушите Б, то вам будет то-то и то-то. Это значит, что есть не просто предписанное правило поведения, но еще и жесткая санкция за невыполнение этого предписания. Обычно императивные нормы характерны для административного законодательства, для регулирующих сфер. А санкции характерны для уголовного права, где предполагается, что есть какой-то запрет, который можно нарушить. Гражданское право традиционно строилось по модели диспозитивных норм. Смысл такой нормы состоит в том, что если А, то Б, но в принципе вы всегда можете договориться о другом. И здесь как раз диспозитивность является обратной стороной принципа свободы договора, потому что законодатель дает вам некие подсказки. На тот случай, например, если вы вообще не знаете, как написать договор купли-продажи, законодатель говорит, что договор купли-продажи — это обязательство одного передать то-то, а обязательство другого — оплатить переданный товар. Но вы можете договориться о том, что оплата поступит через некоторое время.

Соответственно, мы выступаем за то, чтобы преимущественная часть договорного обязательственного права в Гражданском кодексе квалифицировалась как диспозитивная норма. Иными словами, норма, допускающая отход от нее, только если законодатель не сказал, что отступать от нее нельзя. А законодатель будет указывать, где есть особая политико-правовая надобность в том или ином ограничении. Например, законодатель говорит, что нельзя навязывать потребителю такие-то условия. Поэтому если коммерсант договорится с потребителем об «ином», то вот такое «иное» недопустимо. Но если законодатель не сказал, что нельзя навязывать такие-то и такие-то условия между коммерсантами в их договорах, то коммерсанты могут договариваться о чем угодно.

Соответственно, диспозитивность норм — это возможность отступать от того, что задано в законе по общим правилам.

В разграничении сферы гражданского законодательства от сфер публично-правового регулирования мы выступаем за освобождение гражданского закона от несвойственных ему включений.

Скажем, представители Совета по кодификации выступают за то, чтобы все иностранные компании депонировали сведения о том, что они осуществляют деятельность на территории Российской Федерации, в госреестре юридических лиц. Такого требования нет ни в одной юрисдикции. Есть специальный репортинг по подозрительным компаниям для целей антиотмывочного, антимонопольного законодательства, для целей раскрытия информации. Против этого никто не возражает.

Другой пример: до сих пор существующая статья 169-я Гражданского кодекса, которая гласит, что в случае, если сторона совершит сделку, противную основам правопорядка и нравственности, то все полученное по этой сделке может быть обращено в доход государства. Иными словами это называется конфискацией. Конфискация присутствовала в Уголовном кодексе. На несколько лет назад ее даже оттуда исключали, потому что считали, что это чересчур крутая санкция. Затем по особо тяжким и тяжким преступлениям ее вернули, но это все же Уголовный кодекс.

Однако по факту в нашем Гражданском кодексе, где ничего уголовного не должно быть, присутствует санкция под названием «конфискация». И существует масса таких примеров, которые следует перенести из гражданского законодательства в другие сферы.

— Позиция президента влияет на ситуацию?

— Позиция президента, на мой взгляд, заключается в том, что он до сих пор поддерживает переговорный процесс. Он не встает ни на одну, ни на другую сторону, позволяя сторонам вести диалог. Что, на мой взгляд, является мудрым политическим решением — договаривайтесь! И я точно могу сказать, что на сегодняшний день стороны имеют положительный опыт: согласование блока поправок по разделу обязательственного права, подготовленных в ходе регулярных встреч рабочей группа МФЦ с Василием Владимировичем Витрянским, представляющим Совет по кодификации и Высший арбитражный суд в части обязательственного права.

Я очень надеюсь, что этот позитивный опыт будет повторен по всем прочим блокам. В данный момент мы активно работаем над корпоративным правом, по которому, конечно, различия между нами и нашими оппонентами слишком сильны. Но если мы согласуем большинство позиций, а останется, например, пять-десять несогласованных вопросов, то их гораздо проще будет вынести на обсуждение с президентом, правительством, Госдумой или в рамках открытой публичной дискуссии решать, нужны ли нам публичные корпорации и частные корпорации, которые регулируются по-разному.

Это, в конце концов, вопрос неюридического толка. Это вопрос политического выбора. Куда захочет двигаться страна в плане развития своей экономической правовой системы? ◻

Однако по факту в нашем Гражданском кодексе, где ничего уголовного не должно быть, присутствует санкция под названием «конфискация». И существует масса таких примеров, которые следует перенести из гражданского законодательства в другие сферы.

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.

Россия без IPO

В последние два года доля российских эмитентов, проводящих первичные размещения за рубежом, стремительно растет

По статистике, за восемь месяцев 2011 года иностранные компании с российскими активами разместили за рубежом бумаги на 3,15 млрд долларов, а российские компании — на 1 млрд долларов. В чем корни проблемы и какими могут быть выходы из создавшегося положения, обсуждают участники круглого стола НАУФОР.

Участники: директор Управления инвестиционно-банковской деятельности компании «Тройка Диалог» Антон Мальков; директор, юрист по рынкам капитала и сделкам корпоративного финансирования компании «ВТБ Капитал» Анна Иванова; вице-президент по вопросам корпоративного финансирования «Альфа Банка» Олег Бычков; старший юрист ИК «Ренессанс Капитал» Евгения Богданова; председатель Правления НАУФОР Алексей Тимофеев; заместитель председателя Правления НАУФОР Ольга Кудинова.

Почему рынок уходит

— Почему так важно сейчас изменить регулирование процедуры эмиссии?

Антон Мальков. Проблема в том, что в последние два года практически все размещения проходят за рубежом.

По сравнению с 2006–2007 годами рынок изменился, спрос генерировать стало сложнее, и все регуляторные и инфраструктурные проблемы стали очевидными. На практике это выражается в том, что рынок не принимает схемы, которые предлагает наше законодательство, и уходит в офшор. С точки зрения компаний-эмитентов это не страшно, а для нашей рыночной инфраструктуры это смерть.

Олег Бычков. Дисбаланс в регулировании — это то, что нам мешает достаточно просто сделать размещение, приходится искать варианты, как это сделать проще, и на сегодняшний момент проще это сделать там. Основные проблемы упираются в политический климат, отсутствие защиты прав инвесторов и непредсказуемость судебных решений в России.

Анна Иванова. Изначальная причина заключается в том, что иностранные инвесторы привыкли к немного другим условиям размещения, к другим механизмам защиты своих прав и, в том числе, инвестированных средств. Процедура в России для них несколько необычна и диковата. Тот факт, что практически все последние размещения проходят за рубежом, через офшорные компании — яркое свидетельство того, что здесь инвесторам достаточно некомфортно.

Антон Мальков. Вопрос в том, что с офшорного домициля ты получаешь инструмент с большей ликвидностью и с большим выбором площадки для листинга и, как правильно было уже сказано, с совершенно другим уровнем корпоративного управления и защитой прав.

Размещение «ТрансКонтейнера» (компания провела «параллельное» IPO в Москве и Лондоне осенью 2010 года) продемонстрировало четкий дисбаланс спроса инвесторов между локальными акциями и депозитарными расписками.

С 2010 года появилось правило 50 на 50, которое очень сильно бьет по приватизационным размещениям. Из-за него рынку в равных долях предлагались два абсолютно разных инструмента: локальные акции, которые не хотели покупать, потому что возможности их конвертировать в депозитарные расписки не будет, и GDR, на которые спрос был.

ОАО «ТрансКонтейнер» — российская транспортная компания, оператор железнодорожных контейнерных перевозок, дочернее общество открытого акционерного общества «Российские железные дороги» (ОАО «РЖД»). Компания осенью 2010 года провела IPO в Москве и Лондоне (35% минус две акции, привлечено 400 млн долларов, в ноябре GDR на акции начали обращаться на основном рынке Лондонской фондовой биржи. Организаторы выпуска — J.P. Morgan, Morgan Stanley и «Тройка Диалог». Чистая прибыль за 9 месяцев 2011 года — отчетный период — выросла в 9,4 раза до 2601 млн рублей.

Для того чтобы эта сделка случилась, было сделано просто маркетинговое чудо. Мы буквально целый вечер просматривали все мейлы от всех управляющих, чтобы найти среди них сообщения, в которых люди говорили «теоретически мы готовы взять и акции». Мы вручную искали спрос на акции, чтобы сделка случилась.

Алексей Тимофеев. Тот факт, что российские компании размещаются за рубежом, свидетельствует о том, что мировой первичный рынок не закрыт, а российский рынок выглядит закрытым. Стоит сказать, что в последнее время не только крупные, но и небольшие российские компании предпочитают зарубежный рынок, и потому старое утверждение, что в России нельзя привлечь более 200 млн долларов стоит пересмотреть. И прежде это было спорно, но теперь еще более ясно, что дело не в этом, — в России нет необходимых условий для размещений. Больших компаний всегда немного, рынок IPO формируется не только ими, но и многочисленными мелкими компаниями. В этом году на AIM вышли 39 компании. В Германии на Entry Standard — 59 компаний. А на Варшавскою биржу, на ее рынок NewConnect, вышли 80 компаний. За пять лет существования этого рынка его капитализация достигла 1,6 млрд долларов, на нем обращаются акции 300 компаний, которые по мере своего развития и роста капитализации переходят на основную площадку. Я так много говорю о Польше потому, что в этом году она занимает первое место по количеству IPO в Европе и, что важно, становится все более привлекательной для иностранных эмитентов — 44 иностранные компании, из которых 11 украинские, чьи акции должны обращаться у нас, раз мы строим международный финансовый центр, обращаются на Варшавской бирже.

Анна Иванова. Почему украинские компании идут в Польшу? Потому что там есть внутренний спрос, есть локальная база инвесторов, в связи с чем любое предложение может найти хорошего инвестора.

Евгения Богданова. Варшава за короткий период стала региональным финансовым центром за счет успешной пенсионной реформы и формирования внутреннего долгосрочного спроса со стороны пенсионных фондов. Мы наблюдаем довольно высокий интерес со стороны эмитентов на IPO с варшавским листингом. К сожалению, в России долгосрочного спроса нет.

Опять же вопрос к базе инвесторов. У нас и рынок ценных бумаг иностранных эмитентов развивается очень вяло.

Антон Мальков. Потому что у нас государственные пенсионные фонды не допущены к участию в размещениях. Негосударственные пенсионные фонды могут, но у них не так много средств, они не смогут достаточно генерировать спрос.

Алексей Тимофеев. Действительно, в польских НПФ — порядка 70 млрд долларов против наших 30 млрд инвестиционных ресурсов. При этом у НПФов довольно сильные ограничения на инвестиции в иностранные активы, поэтому они вынуждены инвестировать в бумаги, обращающиеся в Польше. У поляков неплохие ресурсы и в инвестиционных фондах — примерно 40 млрд долларов активов, тогда как у нас — 4 млрд, если брать открытые и интервальные ПИФы. У поляков 1,5 млн граждан инвестируют на фондовом рынке через брокеров — в два раза больше, чем у нас. Кстати, у них есть правило листинга, что при размещении не менее 15% должно быть приобретено гражданами.

Плюс добавьте к этому приватизацию, которую государство проводит исключительно в Польше, на Варшавской бирже, если речь идет об акциях.

Плохой пример

Алексей Тимофеев. Если вспомнить наши «народные IPO», я, например, думал, что некоторые из них доказали, что российский первичный рынок состоялся.

Антон Мальков. Вопрос — зачем же их тогда так запрайсили? Практика США или Великобритании с 60-х годов такова: если тебе удалось поучаствовать в первичном размещении, ты гарантированно получаешь первоначальную доходность 15%. Для того чтобы инвесторам обеспечить эту премию, нужно: 1) не жадничать, а дать хороший дисконт, а в России с этим проблема; 2) нужно обеспечить достаточную переподписку, чтобы был действительно реальный неудовлетворенный спрос.

Анна Иванова. Что касается уже состоявшихся «народных» IPO, то они нормальный пласт ритейловых инвесторов так и не создали. Те, кто вложился в эти акции, были «бабушки-пенсионерки», которые посчитали, что если они купят акции в рамках таких «народных» IPO, то им обеспечена безбедная старость за счет получаемых дивидендов. Снижение стоимости акций после проведения «народных» IPO еще больше подорвало доверие к инвестированию средств в ценные бумаги среди населения, и теперь даже «бабушки-пенсионерки» не придут покупать.

Антон Мальков. Эта проблема будет автоматически экстраполирована на пенсионные деньги — к вопросу о том, можно ли пускать государственные пенсионные фонды к инвестированию денег в России. То есть, с одной стороны, нужно создавать внутрен-

ний спрос, с другой стороны, с таким прайсингом можно налететь на политические проблемы из-за потери денег пенсионеров.

Олег Бычков. Это характерно именно для России, взять все и сейчас, не думая о хоть какой-то перспективе.

Антон Мальков. Если ты используешь ритейл-транш для того, чтобы генерировать спрос, ты должен быть суперосторожен и не завышать цену. Нужно оставить необходимое количество апсайда для инвесторов и не жадничать. Иначе ты нарвешься на невозможность проводить ритейл-IPO в будущем. Дополнительные деньги, которые компания получает за счет более высокой цены, не стоит тех проблем, которые она получит на будущее.

Особенно государство, я считаю, не должно себе позволять такие вещи делать. Зачем нужно было размещаться госкомпаниям по высокой цене в 2006–2007 годах, когда золотовалютные резервы росли как на дрожжах? (международные резервы ЦБ РФ за 2006–2007 годы выросли более чем в 2,5 раза — со 182 млрд долларов до 474 млрд.)

В этом году хорошо запрайсился Global Ports.

«Н-Транс» — профессиональный инвестор, они уже делали Globaltrans, Globaltrans-2, «Мостотрест» (компании входят в группу компаний «Н-Транс» — *прим. ред.*), и это уже их четвертая сделка на публичном рынке. Они прекрасно знают, почему нельзя размещать так, чтобы цена ушла вниз и инвесторы были недовольны.

Это вопрос менталитета, но если мы не будем его менять, мы останемся в той парадигме, где находимся.

— Но разве определение цены размещения — не практика инвестиционных банков. Могут ли они повлиять на эмитента в том,

чтобы не поставить чрезмерную цену размещения?

Антон Мальков. Инвестиционные банки в этом не могут помочь. Рынок очень сузился, количество размещений резко упало, конкуренция среди банков огромная. Я могу объяснить эмитенту, как ему лучше запрайсить размещение, чтобы затем его бумаги хорошо торговались, и чтобы впоследствии он мог делать новые размещения уже по более высокой цене. Но он меня не послушает, потому что цена будет ниже, чем та, которую ему наобещали другие банки.

Евгения Богданова. Если инвестбанк не в диапазоне ожидания эмитента, повышается риск исключения из синдиката. Многие крупные эмитенты используют этот рычаг давления на инвестбанки и предпочитают не заключать мандаты на первоначальном этапе сделки, они ведут конкурентный процесс отбора: вы сначала докажите нам, что вы можете дорого продать, а потом мы с вами мандат подпишем.

— А если бумаги размещаются «параллельно»?

Антон Мальков. Абсолютно нет никакой разницы. Вот будет размещение «Совкомфлота».

И государству нужно будет показать пример правильного прайсинга, людей нужно будет убедить, что это действительно выгодно. Пока же все помнят негативный опыт покупки акций ВТБ или, в меньшей степени, ситуацию с «Роснефтью». Иначе можно будет забыть про этот инструмент, мы его полностью дискредитируем в глазах ритейловых инвесторов. И к решению этого вопроса нужно идти от государства, это государственный интерес.

Евгения Богданова. Инвестиционный бизнес в этой стране еще довольно молодой, и еще мало кто этот бизнес понимает и ему доверяет. Опять же это вопрос внутреннего спроса, если создана нормальная пенсионная система, то на рынке уже присутствуют профессиональные инвесторы с правильным пониманием рынка. «Бабушке» уже поздно объяснять все риски прямого инвестирования и как вести себя на рынке, а надо дать возможность сделать это через пенсионный фонд, через профессионалов.

Олег Бычков. Если на рынке не будет пенсионных фондов, то сузится круг потенциальных инвесторов. Пенсионные деньги также очень важны.

Анна Иванова. Да, и на основе пенсионных денег можно уже дальше выстраивать внутреннюю инвесторскую базу.

Антон Мальков. И прайсить эти размещения правильно.

Найти инвестора

— Какова инвесторская база российских ценных бумаг?

Антон Мальков. Если посмотреть на «среднюю» книгу заявок, то будь то локальное IPO, будь международное, инвесторская база, плюс-минус, одна.

Если компании нужен листинг за рубежом и она зарегистрирована в России, у нее один выход — делать депозитарные расписки, в таком случае она не получит, например, премиальный листинг в Лондоне, а потому компании «Полюс Золото» и «Полиметалл» делают то, что они делают.

Основная группа инвесторов сидит в Лондоне. Это фонды, которые вкладывают в развивающиеся рынки. Fidelity International, Capital International, Charlemagne, BlackRock и т.д. Есть большая группа инвесторов из континентальной Европы — это Стокгольм (SEB, Handelsbanken и т.д.) и Франкфурт (DWS, Deka и т.д.).

Остальные группы спроса более диверсифицированны, в основном это европейские фонды. Ну и, конеч-

Global Port — российский портовый оператор контейнерных терминалов, входящий в группу компаний «Н-Транс», провел в 2011 году первичное размещение на LSE, разместив GDR ближе к нижней границе установленного ранее диапазона,— на уровне 15 долларов за ценную бумагу. Объем привлечения составил 588 млн долларов.

ОАО «Совкомфлот» — одна из крупнейших российских судоходных компаний, 100% акций принадлежат государству. Предполагается, что в ходе IPO, перенесенного на 2012 год, 25% минус 1 акция компании будут размещены на LSE и ММВБ, правительство РФ настаивало на получении 80% от сделки.

ОАО «Полюс Золото» — ведущий производитель золота в России, входящий в число крупнейших золотодобывающих компаний мира по запасам и объемам производства. Компания осуществила обратное поглощение джерсийской Kazakh Gold и находится в процессе смены страны регистрации на Великобританию. ОАО «Полиметалл» — российская горнорудная компания, являлась крупнейшим в России и третьим в мире производителем первичного серебра и четвертым по добыче золота в России, недавно завершила смену страны регистрации на Джерси и находится в процессе выкупа миноритариев российского холдинга.

но, спрос из США, в зависимости от наличия или отсутствия компонента 144А у тебя будет больше или меньше американского спроса (правило законодательства США об освобождении отрегистрации для квалифицированных инвесторов).

Если мы говорим про так называемый русский спрос, то он не очень большой — порядка 10% от размещения и во многом он состоит из управляющих компаний крупнейших инвестиционных банков — «Тройки Диалог», «Ренессанса», ВТБ, «Альфа-банка».

Олег Бычков. Но это минимальное участие, по заказу каких-то отдельных игроков. Требование к НПФам компенсировать убытки привело к тому, что они не могут инвестировать в акции, потому что они могут упасть в цене. Для них фактически остались только инструменты с фиксированной доходностью.

— **Американские пенсионные фонды, такие как CalPERS, State Street — бывают?**

Антон Мальков. CalPERS нет, State Street бывает. Они не фокусируются на развивающихся рынках.

Алексей Тимофеев. Да, DR не делают акции «Газпрома» лучше, поскольку компания находится в стране, относящейся к развивающимся рынкам.

Антон Мальков. Решив вопрос с «правильностью» инструмента, они еще смотрят на качество компании и перспективы ее трейдинга после размещения. Если это «Газпром» или Сбербанк — понятно, что это совершенно другая история, чем какая-нибудь компания с рыночной капитализацией 1 млрд и туманными перспективами роста котировок после размещения.

Почему сейчас депозитарная расписка считается более «правильным»

инструментом, чем локальная акция? Потому что она рассчитывается в системах «Евроклир», «Клирстрим», на которые инвесторы готовы брать кредитный риск. При всем уважении к НРД глобальные инвесторы против него не готовы брать кредитный риск.

Нужны привычные для иностранцев расчеты. Если у инвестора есть возможность торговать инструментом в России без ограничений на конвертацию в другие инструменты, без ограничений на получение типа листинга, если он рассчитывается на Т+3, то ему уже будут не нужны депозитарные расписки.

Чтобы иностранные инвесторы могли прийти и торговать в России, должна быть предусмотрена и процедура документооборота на английском языке, если у инвестора есть желание общаться на английском языке.

Этим нужно заниматься и переводить этот бизнес в Россию.

Анна Иванова. Вопрос расчетов очень важен. Привычным способом расчетов для инвесторов являются расчеты DVP. Расчеты DVP сейчас в большинстве своем проводятся через ДКК. Но не все инвесторы являются участниками DVP расчетов в ДКК. Соответственно, риски, связанные с расчетами, несут на себе инвестиционные банки. Они помогают своим инвесторам, покупая бумаги сначала на себя, и только потом ставят их инвесторам.

Евгения Богданова. Вопрос оплаты акций также связан с другой проблемой — началом вторичного обращения этих акций. Сейчас акции можно продать на вторичном рынке только после уведомления ФСФР о результатах эмиссии. Я знаю, что НАУФОР выступила с инициативой, заключающейся в том, что допустить обращение ценных бумаг после их полной оплаты, а если инвестбанки (андеррайтеры размещения) принимают на себя обязательства по оплате акций, то возможно и до этого. У меня вопрос: понимается, что это будет локальный брокер с российской лицензией?

Алексей Тимофеев. Да. Идея, которую НАУФОР сформулировала, заключается в том, что можно частично оплатить, когда размещение осуществляется через счет инвестиционного банка, то есть когда, как это часто бывает, заявки были собраны с большого числа инвесторов, но технически ценные бумаги зачисляются на счет инвестиционного банка, а уж он затем передает их инвесторам по мере их оплаты. Так вот он, инвестиционный банк, может уплатить эмитенту часть, положим, 25%, цены размещения. И да, мы полагаем, что это должно быть позволено только российским лицензированным брокерам.

Евгения Богданова. Это может быть неработающая норма, потому что весь андеррайтинг происходит через иностранные структуры инвестбанков. Пока не будет центрального депозитария и единой системы расчетов, идея с предоплатой инвестбанками (через локальных брокеров) не будет иметь смысла.

Алексей Тимофеев. Я думаю наоборот, что когда появится центральный депозитарий, DVP, который он обеспечит, снимет эту проблему. Предлагаемая мера направлена на первичный рынок маленьких компаний. Британия, Германия, Польша сделали ставку и на небольшие размещения. Инфраструктура — это не только центральный депозитарий и DVP при размещении, что, разумеется, очень удобно. Но это и еще и расчеты – Т+3, как я понимаю, на бирже. И потом, что касается лицензии, иностранный инвестиционный банк, через счет которого на практике проводятся расчеты с приобретателями ценных бумаг, должен быть лицензирован в своей юрисдикции. Разве не так? А если так, то почему мы должны поступать иначе?

Антон Мальков. Вопрос в том, чтобы на Т (дата объявления цены размещения — прим. ред.) люди могли начинать торговать. Ведь после IPO самое важное — как можно скорее скорректировать аллокацию.

Алексей Тимофеев. Я считаю, что обсуждение предложений, сделанных НАУФОР, с ФСФР позволяет утверждать, что она готова отказаться от административного порядка признания выпуска несостоявшимся, а значит, открыть возможность для обращения ценных бумаг до момента уведомления ФСФР об итогах выпуска. Полностью оплатили и можете продавать. Но это не день Т.

Антон Мальков. Что тогда мы сможем делать на Т?

Алексей Тимофеев. На Т вы еще торговать не сможете. На Т вы только заключаете договор, направляете подтверждения об аллокации.

Антон Мальков. А на Западе торговать могут!

Алексей Тимофеев. Еще не оплаченными бумагами?

Антон Мальков. Да, там начинаются условные торги, и если расчеты на Т+3 не происходят, эти сделки аннулируются. Но инвесторы с этим риском согласны, потому что для них важно скорректировать аллокацию. Кому-то дали бумаг больше, чем он хотел, кто-то, наоборот, недополучил и ему нужно докупить пакет, на который он рассчитывал. Кто-то недоволен ценой, ему нужно зафиксировать убыток и продать.

Проблема локального IPO в том, что возникает задержка с расчетами.

— **Когда расчеты со всеми заканчиваются?**

Антон Мальков. Как правило, на T+10 основные расчеты завершены, хотя банки часто просят запас до T+15.

Алексей Тимофеев. Если будет центральный депозитарий, то это облегчит расчеты, поскольку возможности встать в реестр не будет, если только сам приобретатель не хочет фиксации своих прав в реестре как владельца. Открытие счета в реестре — это всегда затягивало процесс.

Анна Иванова. Время уходит на то, что очень многое при проведении расчетов нужно сделать «вручную»: с кем-то из инвесторов нужно подписать договор купли-продажи акций, кому-то нужно поставить акции в реестр, у кого-то не открыт счет в ДКК.

Антон Мальков. Если мы говорим про российскую парадигму, это совсем другая ситуация. Нужно смотреть, акции вторичные, то есть уже выпущенные, или первичные, потому что по вторичным ты можешь начать рассчитываться на T, и каждый банк с каждым инвестором делает это вручную.

Стандартно мы просим три рабочих недели, чтобы завершить расчеты. Как правило, основные расчеты проходят за десять дней.

А с первичным все еще хуже, потому что я должен сначала предоплатить, потом дождаться уведомления, а если это банк, то отчета, и уже только после этого начинают течь 15 дней. То есть они начинаются либо с седьмого дня либо вообще с 15-го дня.

Анна Иванова. Кроме этого, в этом году английский регулятор озвучил новый подход к условным торгам GDR, выпущенным на российские акции: пока уведомление об итогах выпуска не подано, условные торги GDR, выпущенными на

российские акции, не могут быть начаты, так как акции, которые лежат в основе этих GDR, являются необращаемыми. Мы очень надеемся, что ФСФР поддержит предложение о том, что оплаченные акции уже являются обращаемыми и нет необходимости дожидаться направления уведомления об итогах выпуска, для того чтобы рассматривать акции в качестве таковых.

Алексей Тимофеев. Действительно, британский регулятор заметил эту российскую особенность, которая нас обескураживала, — обращение GDR на российские бумаги, а стало быть обращение российских ценных бумаг, начиналось в Лондоне, а обращение локальных акций того же выпуска, размещенных в России, — нет. Хотя и в Лондоне этого делать было нельзя, поскольку по российским правилам для начала обращения ценных бумаг необходимо по крайней мере направить уведомление в ФСФР.

Антон Мальков. Пока просто не состоялось ни одного размещения, которое бы столкнулось с этой проблемой.

Анна Иванова. Да, те размещения, которые столкнулись бы с этой проблемой, отложились по рыночным причинам, а ведь несколько таких размещений этой весной должны были состояться.

Олег Бычков. Опять же поэтому лучше разместиться за рубежом. Условные торги — это аргумент в пользу того, чтобы было легче разместиться там.

Алексей Тимофеев. Это, скорее, аргумент для того, чтобы российские компании не делали «параллельное» размещение, а создавали холдинги в иностранных юрисдикциях и размещали их акции, игнорируя все правила, связанные с «параллельным» размещением.

Проблемы процедуры

— Я бы хотела услышать от участников обсуждения ключевые проблемы, которые характерны для российской процедуры эмиссии. Сколько времени проходит между тем, как эмитент принял решение о привлечении капитала и его получением?

Антон Мальков. Корпоративные процедуры, необходимые для того, чтобы у компании была возможность сделать SPO, в российском контексте займет до нескольких месяцев последовательных действий. Основная проблема в том, что когда ты все эти процедуры закончишь, рынок может уйти, или деньги уже не нужны.

На Западе между моментом, когда ты решил сделать SPO и получил деньги на счет, может пройти неделя, это так называемое ускоренное размещение. Его условия — не нужен проспект или меморандум, есть возможность отказаться от преимущественного права. Применяется, например, если компании срочно потребовались деньги на какое-то приобретение, или нужно заделать «дыру» в балансе.

Выглядит это так. Заранее принимается решение, что акционеры отказываются от преимущественных прав. Совет директоров принимает решение о выпуске. В этот же день в ускоренном порядке запускается книга заявок. На следующий день объявляется цена, на T+3 происходят расчеты. Деньги в компанию поступили, все в пределах одной недели.

Евгения Богданова. Нужно упрощать корпоративные процедуры. В предложениях НАУФОР по либерализации эмиссии, которые мы обсуждали, я уже видела отказ от регистрации изменений в устав, связанных с объявлением акций и по итогам эмиссии.

Следующий момент — нужно предусмотреть возможность сокращения срока для созыва собрания акционеров и возможность отказа от преимущественного права. Обязательный 30-дневный срок для созыва собрания акционеров часто излишен, мы сталкиваемся с ситуациями, когда акционеры могут и готовы быстро собраться, чтобы уменьшить общий график сделки. Некоторые публичные предложения делались через закрытую подписку, так называемые top-up структуры, но здесь мы вообще сталкиваемся с 45-дневным преимущественным правом. Отказ от преимущественного права — это отдельная тема.

Алексей Тимофеев. Отказ от преимущественного права за рубежом не требует единогласия и решается большинством голосов, и поэтому возможен даже в компаниях с большим количеством акционеров. Но это трудно себе представить в российском корпоративном законодательстве, защищающим голосовавших против и не принимавших участие в голосовании.

Антон Мальков. Отказ от преимущественного права позволит не только в правильном формате делать ускоренное построение книги заявок, но и решит проблему, с которой столкнулись некоторые публичные компании: когда у компании есть в акционерах американцы, по американскому праву ты не можешь им давать преимущественные права, а по русскому — обязан. Это может быть очень серьезный конфликт.

Было бы интересно попытаться синхронизировать преимущественные права с маркетингом, он обычно бывает две недели или меньше.

Евгения Богданова. Если у нас реализация преимущественного права идет параллельно с маркетингом сделки среди инвесторов (роуд-шоу), то мы хотя бы не теряем время, параллельно собираем заявки, но такого практически не бывает. А если у нас ускоренная книга, когда мы за неделю собираем заявки,

то сократить срок преимущественного права, по крайней мере, до десяти дней, как это предусмотрено предложениями НАУФОР, — да, это важно.

Антон Мальков. Но проблема абсолютной цифры в том, что маркетинг бывает разный. Мы готовим размещение, где маркетинг будет четыре дня, есть размещения, где он осуществляется за неделю. Я бы все-таки настаивал на синхронизации сроков, чтобы не получилось так, что срок преимущественного права закончился, а маркетинг идет.

Евгения Богданова. Возвращаясь к корпоративным проблемам: мы, например, столкнулись с проблемой делистинга акций. У нас делистинг происходит по желанию эмитента. Никакого согласия акционеров не требуется, при этом на Западе требуется большинство голосов акционеров. Мне вспоминается пример с реорганизацией вертикально интегрированного холдинга, когда они присоединяли к холдингу свои дочки, у которых были отдельные листинги, акционеры этих компаний получили вместо «листинговых» акций «нелистинговые», совсем с иной ликвидностью. Мне кажется, что нужно предусмотреть, чтобы только одного желания руководителя эмитента исключить свои бумаги из листинга было недостаточно, должно быть какое-то решение акционеров, или им должна быть представлена аргументация такого делистинга.

Анна Иванова. Нужно также урегулировать вопрос возможности «отмены» существующего зарегистрированного выпуска, в случае если компания зарегистрировала выпуск акций, но приняла решение не выходить с этим выпуском акций на рынок.

Антон Мальков. В рамках регуляторных процедур излишни регистрация решения о выпуске, не нужны уведомление и регистрация отчета об итогах выпуска. Что потенциально нужно, но

не во всех случаях, — это проспект, при этом его нужно гармонизировать с международным.

Евгения Богданова. В международных предложениях мы не используем российский проспект для того, чтобы продавать бумаги. С точки зрения маркетинга это пустой, технический документ, представляющий из себя заполненные графы. Он пишется только для регистрации в ФСФР. При этом мы пишем параллельно международный проспект, который и презентуем инвесторам. Чтобы российский проспект имел ценность, его нужно гармонизировать с международным. Например, если эмитент делает IPO в Гонконге с гонконгским проспектом, то он может потом его перевести на английский язык и использовать в любой другой юрисдикции. И большинство регуляторов в различных юрисдикциях содержание этого документа устраивает.

Алексей Тимофеев. В рамках НАУФОР проходило обсуждение процедур эмиссии с инвестиционными банками, и попытка описать проспект в законе, предпринятая в 2007 и 2010 годах, была признана неудачной.

Антон Мальков. Идея не описать проспект в законе, а дать рекомендации, как он должен выглядеть, на основании международной практики, и дальше рынок все сам утрясет.

Алексей Тимофеев. Согласен, но в этом и дело — требования к проспекту за рубежом достаточно абстрактные. Поляки признались, что они пять лет учили консультантов писать проспект по Европейской директиве. До этого закон предусматривал детальные требования к содержанию и был максимально понятен, н, как и у нас, бесполезен. Ввести абстрактные требования на уровне закона в России трудно, я бы больше полномочий на этот счет отдал ФСФР.

— На Западе большая часть «маленьких» IPO проводится на альтернативном рынке. Без проспекта и регистрации у регулятора?

Алексей Тимофеев. Это ключевой элемент реформы процедуры эмиссии, который мы предлагаем, — сформировать правовые условия для выхода на первичный рынок небольших компаний и функционирования так называемого «альтернативного» рынка. Для этого нужно три решения: первое — отмена или по крайней мере введение уведомительной процедуры регистрации ценных бумаг для эмиссий без проспектов, второе — сокращение случаев, когда нужны проспекты, так чтобы освободить от проспекта небольшие выпуски или выпуски небольшому или квалифицированному кругу инвесторов, и третье — разрешить публичное обращение на бирже таким компаниям, но передать полномочия по определению требований к раскрытию ими информации бирже. Это важный сегмент — сегмент для небольших «нишевых» инвестиционных банков, небольших компаний, делающих первый шаг на фондовый рынок.

Антон Мальков. У нас в этом сегменте работают «Алор», «Финам», «Атон». Насколько я понимаю, инвестиционная база для таких размещений — это российские физические лица.

Олег Бычков. Спектр возможных размещений с каждым годом сужается, в нашей стране компании, которые хотели сделать размещения, они их уже сделали, а новые пока не готовы.

Евгения Богданова. К вопросу полномасштабного использования ресурсов фондового рынка, помимо размещения акций, хотелось отметить и другие интересные инструменты. Например, опцион эмитента. С момента закрепления в законодательстве возможности выпуска опционов эмитента в 2002 году не было ни одного выпуска. Почему? На него есть спрос, но не работает процедура выпуска. В законе написано, что опционы размещаются «в соответствии с правилами размещения конвертируемых ценных бумаг», и тут возникает глобальная проблема конвертируемых ценных бумаг.

Антон Мальков. Мы пытались во время кризиса структурировать выпуск прав с помощью опциона эмитента, но безрезультатно, не работает.

Евгения Богданова. Потому что процедура конвертации не автоматическая, в цепочке очень много решений, которые зависят от третьих лиц. Чтобы получить базисный актив, права на который удостоверяют конвертируемые инструменты, нужно принять ряд корпоративных решений и зарегистрировать новые акции в ФСФР.

Вообще, когда рынок начинает «штормить», появляется спрос на конвертируемые инструменты. Конвертируемые облигации — тоже очень интересный инструмент, но и он по тем же причинам не работает. ◻

Виктор Коновалов
заместитель директора «Интерфакс-ЦЭА»

Глобальный оптимизм

Рынок акций РФ в октябре вошел в группу лидеров среди emerging markets, для которых агентство Standard & Poor's рассчитывает индексы S&P/IFCI

Начало прошедшего месяца было не очень удачным для российского рынка акций, который в первых числах октября обновил годовые минимумы, а в третьей декаде рынок акций РФ обновил октябрьские максимумы на общемировом оптимизме, вызванном решениями стран Евросоюза по преодолению долгового кризиса в еврозоне, а также новостями из США.

Индекс РТС по итогам прошедшего месяца вырос на 16,8% — до 1563,28 пункта, а индекс ММВБ прибавил в октябре 9,66%, поднявшись до 1498,6 пункта.

Российский индекс S&P/IFCI за месяц вырос на 17%, показав третий результат из 21 фондового индикатора emerging markets; при этом отечественный рынок вырос сильнее китайского рынка, рост которого составил 16,8% (4-й результат), и индийского (+7,2%), но уступил бразильскому, показавшему 2-й результат (+19%). Аутсайдером месяца стал фондовый рынок Турции, снизившийся по индексу S&P/IFCI на 0,67%.

Рынок акций РФ в октябре

Индекс РТС по итогам прошедшего месяца вырос на 16,8% — до 1563,28 пункта, а индекс ММВБ прибавил в октябре 9,66%, поднявшись до 1498,6 пункта. Значительный разрыв в динамике рублевого индекса ММВБ и долларового индекса РТС связан с заметным ростом курса рубля к доллару в октябре.

Начало прошедшего месяца было не очень удачным для российского рынка акций, который в первых числах октября обновил годовые минимумы (индекс РТС проваливался до уровней начала октября 2009 года) из-за опасений ослабления мировой экономики, а также неопределенности в отношении дальнейшей судьбы Греции. Негативом для рынка, в частности, были данные о менее значительном, чем ожидалось, увеличении промпроизводства в Японии и Южной Корее, а также о продолжающемся третий месяц подряд снижении производственной активности в КНР. Индекс менеджеров закупок (PMI) в КНР, рассчитываемый HSBC и Markit Economics, остался в сентябре на августовском уровне — 49,9 пункта, что ниже пограничного уровня 50 пунктов.

Активность в производственном секторе 17 государств еврозоны в сентябре падала второй месяц подряд, что стало очередным подтверждением того, что европейская экономика стоит на грани новой рецессии.

В этой статье:

Влияние проблем в еврозоне на российский рынок.

Положительная динамика российского рынка акций.

Динамика обменного курса рубля.

В свою очередь министры финансов Европы вновь попытались оценить угрозу наступления дефолта Греции и обсудили возможность увеличения Европейского фонда финансовой стабильности (EFSF), а также способы защиты банков от долгового кризиса в регионе. Поводом для беспокойства стало сообщение правительства Греции, что в этом году дефицит бюджета страны составит 8,5% ВВП вместо намечавшихся ранее 7,6%. Кроме того, кабинет министров Греции на экстренном заседании утвердил проект бюджета на 2012 год, предусматривающий дефицит на уровне 6,8% ВВП, что выше ранее обещанных кредиторам 6,5%.

Фактически на этом «черная полоса» для отечественного рынка акций закончилась, и он постепенно стал восстанавливать позиции, хотя не обошлось и без локальных откатов. В начале это было на новостях из Европы, где Банк Англии и Европейский ЦБ оставили ставки неизменными, но заявили о поддержке банков ликвидностью, а в США вновь вышла неплохая статистика. Банк Англии увеличил объем программы выкупа активов на 75 млрд фунтов стерлингов — до 275 млрд фунтов (около 440 млрд долларов), а ЕЦБ объявил о возобновлении кредитов банкам сроком на один год, а также о запуске программы выкупа облигаций, обеспеченных кредитами, общим объемом 40 млрд евро.

В дальнейшем общемировой оптимизм вызвали заявления канцлера Германии Ангелы Меркель и президента Франции Николя Саркози о том, что до конца месяца будет определен пакет мер по разрешению долгового кризиса в ЕС, в том числе по рекапитализации европейских банков.

В середине месяца ралли на фондовых площадках стимулировали ожидания новостей с саммита министров финансов стран «большой двадцатки» (G20), а также статистика из США. Розничные продажи в США в сентябре выросли на 1,1% при прогнозах роста на 0,7%, показатель за август был повышен до 0,3% с 0%.

В третьей декаде рынок акций РФ обновил октябрьские максимумы на общемировом оптимизме, вызванном решениями стран Евросоюза по преодолению долгового кризиса в еврозоне, а также новостями из США, где выходили сильные квартальные отчеты компаний и макростатистика. На прошедшем 23 октября саммите ЕС были оглашены намерения помощи банкам в рамках подготовки обновленной стратегии преодоления долгового кризиса. В США лучше ожиданий оказался квартальный отчет компании Caterpillar и индекс экономической активности ФРБ Чикаго (в сентябре вырос до минус 0,22 пункта с минус 0,43 пункта месяцем ранее).

Поддержку рынкам оказали также вышедшие лучше прогнозов квартальные отчеты компаний Ford и Boeing, а также статистика из США. Так, заказы на товары длительного пользования в сентябре снизились на 0,8% при прогнозах падения на 1%, а заказы без учета транспортного оборудования выросли на 1,7% при ожидавшемся подъеме на 0,4%. Кроме того, продажи новостроек в сентябре выросли на 5,7% к августу — до 313 тыс. в годовом исчислении, максимального уровня за прошедшие пять месяцев (ожидался рост на 1,7%, до 300 тыс.).

Европейские лидеры на саммите 26 октября смогли выработать единые принципы преодоления долгового кризиса в регионе. Саммит пришел к соглашению с частными кредиторами о «добровольном» списании 50% долга Греции (примерно 100 млрд евро), что должно снизить финансовые обязательства страны до устойчивого уровня. Кроме того, было принято решение увеличить потенциал EFSF за счет расширения его возможностей по предоставлению гарантий (фонд EFSF будет увеличен с 440 млрд до 1 трлн евро).

Вдобавок ко всему в ходе телефонной беседы президента Франции Н. Саркози с председателем КНР Ху Цзиньтао последний пообещал оказать поддержку усилиям стран Европы по увеличению объема и усилению влияния фонда EFSF. Программу увеличения фонда EFSF планирует поддержать также Япония.

Еврободы РФ в октябре

Рынок российских еврооблигаций в октябре практически полностью повторял динамику рынка акций, поскольку факторы влияния были одними и теми же. При этом цены оте-

чественных евробондов, снижавшиеся в первых числах месяца, затем стали активно восстанавливать свои позиции, в то время как казначейские облигации США стали снижаться, что привело к заметному сужению суверенных спредов. Цены самого ликвидного тридцатилетнего выпуска выросли по итогам месяца на 5,5% (до 118,73% от номинала), а их спред к десятилетним US Treasuries сузился за месяц на 119 базисных пунктов и 31 октября составил 215 базисных пунктов. Доходность выпуска «Россия-30» снизилась по итогам октября на 100 базисных пунктов и составила 4,26% годовых, в то время как доходность десятилетних казначейских облигаций США выросла за месяц на 19 пунктов, составив в последний день месяца 2,11% годовых.

Начало месяца для сектора российских еврооблигаций, так же как и для рынка акций, выдалось не очень удачным. Рынок российских валютных гособлигаций снижался на фоне негативной конъюнктуры мировых фондовых и товарных рынков, в то время как котировки американских казначейских облигаций росли вследствие спроса «на качество» из-за опасений замедления темпов роста мировой экономики и углубления долговых проблем в еврозоне. Но затем ситуация для российских евробондов стала постепенно улучшаться.

Изменению настроений в секторе отечественных евробондов способствовало прежде всего улучшение настроений на мировых рынках капитала, которое в свою очередь было вызвано итогами встреч министров финансов Евросоюза, обсудивших возможность рекапитализации банков. Дополнительным позитивным фактором стало выступление главы Федеральной резервной системы США Бена Бернанке, который заявил о готовности в случае необходимости предпринять дополнительные меры для стимулирования экономики.

Затем оптимизм в участников рынка вдохнули результаты заседания канцлера Германии А. Меркель и президента Франции Н. Саркози, а также новость о спасении французско-бельгийского банка Dexia. В совокупности эти факторы зародили у инвесторов ожидания, что дополнительный финансовый транш Греции все-таки будет одобрен.

Оптимизм на рынок привнесло также сообщение британской газеты Guardian о том, что лидеры Франции и Германии уже достигли договоренности об увеличении объема Европейского фонда финансовой стабильности. Кроме того, было принято решение провести рекапитализацию банков региона, доведя показатель достаточности капитала первого порядка до требуемых European Banking Authority 9%.

Наиболее заметный рост цен евробондов РФ отмечался в третьей декаде месяца, особенно после появления информации о достижении ЕС ряда соглашений по ключевым вопросам преодоления долгового кризиса в еврозоне, хотя игра на повышение велась уже заранее — в ожидании, что саммит Евросоюза 26 октября одобрит «большой план» по преодолению кризиса.

Благоприятная статистика из США также способствовала активизации интереса «к риску», заставив инвесторов продавать активы «тихой гавани». Заказы на товары длительного пользования в сентябре снизились на 0,8% при прогнозах падения на 1%, а заказы без учета транспортного оборудования выросли на 1,7% при ожидавшемся подъеме на 0,4%. Кроме того, продажи новостроек в сентябре выросли на 5,7% к августу — до 313 тыс. в годовом исчислении, максимального уровня за прошедшие пять месяцев (ожидался рост на 1,7%, до 300 тыс.).

Рост рубля

Доллар и евро понесли по итогам октября чувствительные потери по отношению к рублю. Американская валюта снизилась по итогам месяца более чем на два рубля, евро потерял более одного рубля. В результате рубль отвоевал около половины потерь, понесенных в ходе падения предыдущих двух месяцев.

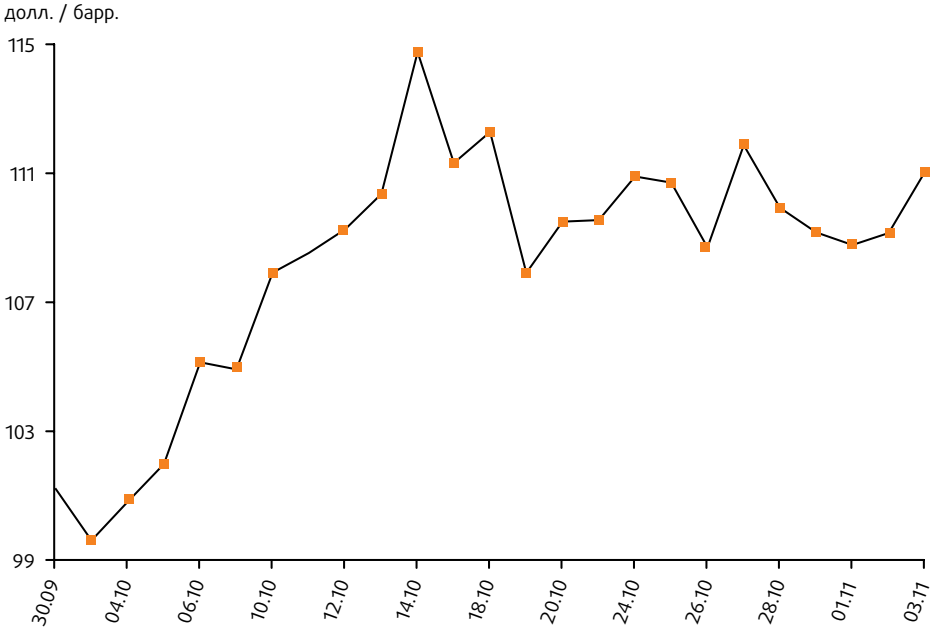
Потери доллара оказались существенно более сильными в сравнении с потерями евро, что объясняется повышением евро на рынке Forex. Единая европейская валюта, опускавшаяся в первых числах октября к отметке 1,32 доллара, ближе к окончанию месяца продемонстрировала впечатляющий рост и достигала 1,4–1,42 доллара, оказавшись на полуторамесячном максимуме. Причиной столь заметного роста стало то, что лидеры ЕС приняли важные соглашения, которые, как надеются участники рынка, помогут локализовать долговой кризис еврозоны.

Тем не менее евро все же снизился к рублю по итогам месяца, так как улучшение настроения рынков капитала усилило покупки рубля. К окончанию торгов 31 октября курс доллара на ММВБ оказался на отметке 30,16 руб./доллар, это на 2 рубля 7 копеек ниже отметки предыдущего месяца. Евро завершил месяц на уровне 42,18 руб., потеряв 1 рубль 11 копеек.

Российская валюта заметно выросла в октябре к бивалютной корзине, которая снизилась за месяц на 4,6%, составив 31 октября 35,57 рубля (месяцем ранее корзина прибавила 2,64 рубля, или 7,6%).

В первые дни октября давление на рубль на российском валютном рынке продолжало нарастать, ЦБ РФ приходилось осуществлять интервенции, препятствующие росту бивалютной корзины. Индикатор 4–5 октября временами подрастал до отметки 37,6 рубля, что стало очередным максимумом корзины с осени 2009 года, то есть примерно за два года. Но уже к концу первой декады октября ситуация изменилась, корзина стала корректироваться вниз; 10 октября

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



корзина отступила ниже 37 рублей, а затем, в начале третьей декады месяца, прошла вниз отметку 36 рублей. 28 октября корзина отступала до 35,3 рубля, то есть на 2,3 рубля по отношению к максимальному уровню месяца.

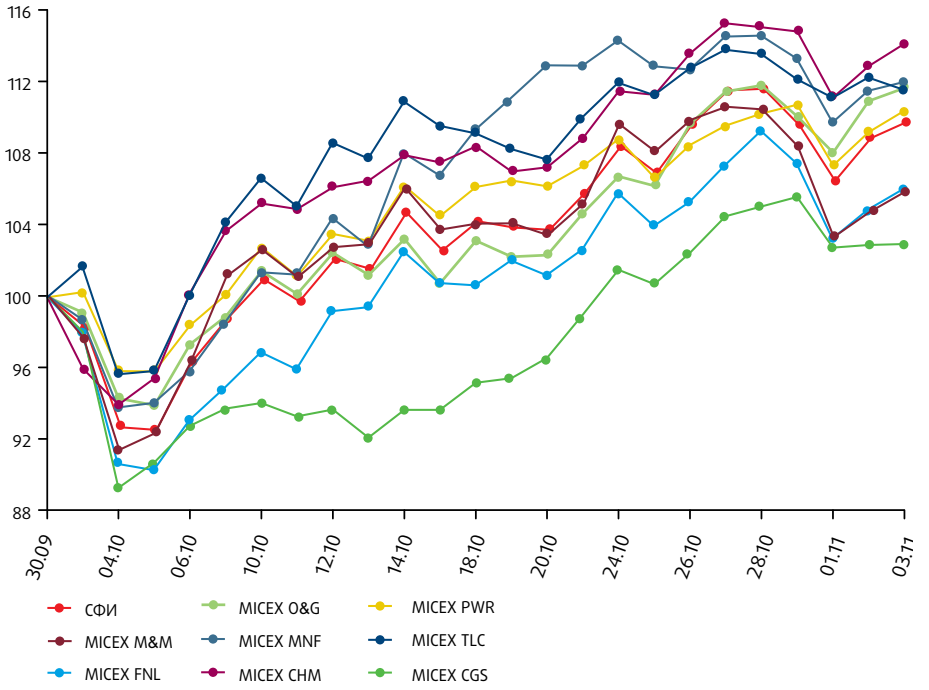
В начале месяца ключевым фактором для участников рынка были опасения дефолта Греции и разрастания европейского банковского кризиса. Постоянно проводились консультации министров финансов и первых лиц стран еврозоны, но участники скептически оценивали возможности этих встреч. Поэтому опасения рынка росли, и ЦБ РФ неоднократно сдвигал вверх границы плавающего коридора бивалютной корзины.

Настроения рынка постепенно стали разворачиваться в сторону роста, так как европейские власти обещали в случае необходимости осуществить рекапитализацию банков. При этом ЕЦБ продолжал проводить программы выкупа облигаций проблемных стран еврозоны, а также операции по рефинансированию банков.

Наиболее заметным событием для рынка стали итоги саммита ЕС, завершившегося в ночь с 26 на 27 октября. Страны сумели принять соглашения, конкретизирующие положение Греции. Эти соглашения, по замыслу, должны предотвратить расползание длящегося уже два года кризиса на новые страны, прежде всего Италию и Испанию. Эти решения вызвали рост на фондовых рынках в мире, а также усилили повышение стоимости евро. Рубль также усилил рост, достигнув 27-28 октября максимумов за полтора месяца к доллару и евро.

Напряженная ситуация на валютном рынке способствовала тому, что спрос на краткосрочные рублевые ресурсы оставался крайне высоким весь месяц. Банки масштабно заимствовали ликвидность у ЦБ РФ с помощью операций прямого репо. Помимо однодневных, широко использовались также заимствования репо

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



Источник: ММВБ.

на срок от 7 до 91 дня. Ежедневный объем заимствований во второй половине месяца порой превышал 0,5 трлн рублей. Однодневная ставка MosPrime Rate поднималась до 5,73% годовых, оказавшись на максимальном уровне с января 2010 года. Поднялись и среднесрочные ставки, в частности, MosPrime Rate на срок 6 месяцев впервые почти за два года достигала уровня 7% годовых. Ближе к окончанию месяца спрос на рынке МБК немного сократился, и однодневная ставка MosPrime Rate начала корректироваться вниз. ◻

Коротко о важном

Десять — это неплохо

В секторе инноваций и инвестиций биржи ММВБ начались торги акциями компании «Наука» (листинговый агент — компания «АЛОР ИНВЕСТ»).

Новый эмитент венчурной площадки вполне соответствует и своему названию, и профилю организатора торгов. НПО «Наука» — одна из ведущих российских компаний авиационно-космической отрасли в сегменте производства систем жизнеобеспечения самолетов, вертолетов и космических пилотируемых кораблей.

Особенно отрадно, что объединение «Наука» стало уже десятым эмитентом, допущенным к торгам в секторе «Рынок инноваций и инвестиций» в уходящем 2011 году. Десять — это неплохо.

Инноватика интересна!

«Интерфакс Бизнес Сервис» опросил представителей российского инвестиционного сообщества, интересуясь, как они оценивают инновационную отрасль России и текущее позиционирование Рынка инноваций и инвестиций ММВБ.

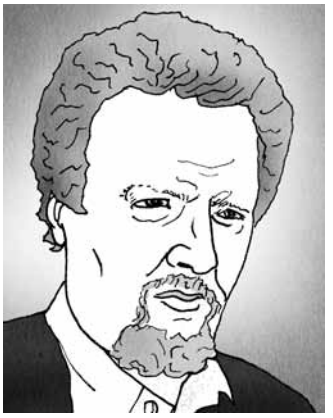
В работе над исследованием приняли участие аналитики sell-side, инвесторы управляющих компаний и инвестиционных банков, частные инвесторы, а также блогеры. Респондентам было предложено ответить на ряд вопросов, касающихся их отношения к инновациям в России, а также степени осведомленности о деятельности фондовой площадки «Рынок инноваций и инвестиций ММВБ» и эмитентах, представленных на ней.

Как оказалось, подавляющее большинство респондентов признает, что инновационные отрасли в России существуют. Половина опрошенных аналитиков согласна рекомендовать к покупке ценные бумаги компаний, относящихся к инновационным отраслям. В то же время многие считают такие инвестиции рискованными и думают, что биржа должна более подробно и адресно информировать инвесторов о преимуществах вложений в бумаги инновационных компаний.

Вице-президент ММВБ Геннадий Марголит считает, что по результатам исследования биржа получила пищу для размышлений и дальнейшей работы по расширению спроса; что бумаги инновационных компаний дают возможность уйти от конъюнктуры ресурсных секторов и что инноватика может быть интересна инвесторам. Частные инвесторы показали умеренно позитивный настрой в отношении венчурных инвестиций.

Высокая волатильность бумаг инновационного сектора оценивается инвесторами как неизбежный фактор и не особенно пугает. Некоторым частным инвесторам волатильность, наоборот, импонирует. Но проблема ликвидности существует.

Российской венчурной площадке нужны размещения крупных компаний — флагманов отрасли. Но пока что Яндекс разместился за рубежом. А на российской площадке все еще нет достаточного количества примеров однозначно успешных биржевых историй, в которых фигурировало бы не только успешное размещение, но и рост капитализации после IPO.



Владимир Кузнецов
шеф-редактор журнала «Вестник НАУФОР»

Польский вариант

Варшавскую фондовую биржу часто называют символом успеха польских экономических реформ

В этом году Варшавской фондовой бирже исполнилось двадцать лет. За относительно небольшой промежуток времени она превратилась в один из ведущих региональных европейских финансовых центров. Как и за счет чего нашим польским соседям удалось достичь таких результатов?

Варшавская фондовая биржа в течение ряда лет является одним из лидеров IPO, в 2011 году она стала первой в Европе.

В специальном отчете Financial Times, посвященном варшавскому финансовому центру, говорится, что «значительная местная экономика, процветающий фондовый рынок и надежное регулирование делают город привлекательным для финансов».

Как создавался польский фондовый рынок

Переход Польши к рыночной системе хозяйства начался в 1989 году. Практически одновременно с началом преобразования экономики началась и подготовка к формированию фондового рынка. В 1990 году был подписан договор о сотрудничестве между Польшей и Францией с целью открытия фондовой биржи в Варшаве (ВФБ). Биржа была учреждена в 1991 году как акционерное общество, 100% акций которого принадлежат государственному казначейству.

Начало биржевой деятельности было более чем скромным — 16 апреля 1991 года на последнем этаже здания, в котором ранее размещался ЦК Польской объединенной рабочей партии, открылась первая биржевая сессия. Она проходила один раз в неделю, торговалось пять бумаг, и дневной оборот составлял около 2 тыс. долларов.

Тогда же (22 марта 1991 года) был принят закон о публичном обращении ценных бумаг и трастовых фондах, а также создан регулятор.

На начальном этапе важную роль играл рынок краткосрочных государственных ценных бумаг. С 1992 года началось активное создание государственных акционерных обществ и акционирования государственных предприятий путем продажи акций частным инвесторам, затем на рынок вышли ценные бумаги, выпускаемые Национальным Банком Польши (НБП), корпоративные долговые инструменты, муниципальные ценные бумаги.

В этой статье:

Развитие польского фондового рынка.

Структура варшавской фондовой биржи и биржевая торговля.

Иностранные компании на ВФБ.

В Польше с самого начала были приняты жесткие стандарты раскрытия информации по образцу развитых рынков, гарантировавшие достоверность и открытость. Такие стандарты содействовали быстрому развитию национального фондового рынка.

Через три года после создания ВФБ торги проводились в ежедневном режимы, был введен ценовой индекс двадцати крупнейших котируемых компаний WIG20, из состава биржи выделен Национальный депозитарий ценных бумаг, а Варшавская биржа принята в члены Всемирной федерации бирж (WFE). В мае 1997 года число инвестиционных счетов превысило 1 миллион.

Первой заявкой на превращение ВФБ в региональный финансовый центр стало размещение Bank Austria Creditanstalt AG в 2003 году. В 2008 году ВФБ открыла представительство в Киеве и завершила сделку по приобретению 25% акций украинской биржи INNEX.

В 2010 году Варшавская фондовая биржа стала публичной компанией, которая с ноября 2010 года котируется на Главном рынке ВФБ. Бумаги ВФБ пользовались у инвесторов большим успехом — на акции биржи подписалось свыше 320 тыс. индивидуальных инвесторов, а спрос институциональных инвесторов многократно превысил предложение.

Премьер-министр Польши Дональд Туск отметил, что удачное первичное размещение ВФБ является новым шагом на пути превращения ее во все более важный финансовый центр региона Восточной и Центральной Европы.

Большое внимание польское правительство уделяет формированию национального инвестора. Уже с конца 1997 — начала 1998 года национальные инвестиционные фонды становятся одним из базовых элементов польской модели приватизации и принимают активное участие в деяельности ВФБ. Постоянно растет роль пенсионных фондов и частных инвесторов.

Пенсионные фонды размещают более 35% своих активов в ценные бумаги, котирующиеся на ВФБ. На конец 2010 года открытые пенсионные фонды обслуживали счета свыше 14,9 млн человек, а компании инвестиционных фондов — средства почти двух миллионов клиентов.

Важную роль в становлении фондового рынка сыграла приватизация госкомпаний. Александр Град, министр финансов Польши, отмечает, что продажа принадлежащих государству активов через ВФБ политически менее проблематична, чем продажа компаний непосредственно инвесторам.

Польский фондовый рынок

Основные законодательные акты

Первичное размещение ценных бумаг регулируется законом «О публичном предложении и условиях введения финансовых инструментов в организованную систему торгов и о публичных компаниях». Вторичный рынок регулируется законом «О торгах финансовыми инструментами», а надзор — законом «О надзоре за финансовым рынком».

Важную роль в функционировании рынка ценных бумаг имеют также законы «Об инвестиционных фондах» и «Об облигациях».

Структура польского фондового рынка представлена на рисунке.

Главными организациями польского фондового рынка являются ВФБ, которая организует биржевые торги финансовыми инструментами, Национальный депозитарий ценных бумаг (НДЦБ), который осуществляет расчет сделок, реализует обязанности эмитентов по отношению к владельцам ценных бумаг и хранит финансовые инструменты, а также брокерские конторы, являющиеся посредниками при заключении сделок. Расчетным банком, в котором Национальный депозитарий осуществляет денежные расчеты, является Национальный банк Польши.

Надзор за фондовым рынком осуществляет единый регулятор — Комиссия по финансовому надзору (КФН). Комиссия была создана в 2006 году и осуществляла надзор за страховыми компаниями, пенсионными фондами, рынком капитала и финансовыми конгломератами. С 2008 года сфера ее деятельности охватывает также банковский надзор и надзор за учреждениями, осуществляющими электронные денежные операции.

Среди организаций, подлежащих надзору КФН, находятся, в частно-

Рисунок. **Структура польского фондового рынка**

Таблица 1. **Динамика рынка NewConnect**

	2007	2008	2009	2010	2011 на ноябрь
Кол-во компаний / в т.ч. иностранных	24/0	84/1	107/2	185/3	333/7
Величина индекса	144,17	38,19	49,70	63,44	41,31
Капитализация польских компаний / иностранных, млн злотых	1185	1396/41	2457/97	4971/167	7560/108
Объем оборотов за сессию, млн злотых	152	413	540	1753	1764
Кол-во сделок за сессию	719	980	1285	3470	4441

сти: Варшавская фондовая биржа, Национальный депозитарий ценных бумаг, инвестиционные компании, маклеры, инвестиционные консультанты и эмитенты финансовых инструментов, котирующихся на ВФБ.

В задачи Комиссии входит также подготовка законопроектов, связанных с функционированием фондового рынка, и распространение информации об этом рынке.

Биржевые рынки

Обращение финансовых инструментов происходит на четырех рынках ВФБ.

Главный рынок (регулируемый) действует с первого дня работы ВФБ, на нем торгуются акции, облигации, права подписки, права на акции, инвестиционные сертификаты, структурированные инструменты, ETF и дериваты: фьючерсные контракты, опционы и индексные единицы.

По состоянию на 9 декабря 2011 года на главном рынке ВФБ котировалось 426 (на конец прошлого года 400) компаний, из них 38 зарубежных.

Для главного рынка ВФБ рассчитывает и публикует значения шести биржевых индексов, десяти отраслевых субиндексов, двух индексов стратегии и одного внешнего индекса. Основными являются индекс WIG, в состав которого входят все биржевые компании (за исключением тех, у которых стоимость акций в свободном обращении не достигает 10% и 1 млн евро, и тех, которые находятся в особой ситуации согласно Регламенту ВФБ), а также WIG20 (индекс крупных компаний), mWIG40 (индекс средних компаний) и sWIG80 (индекс малых компаний). На индексы WIG20 и mWIG40 ведется торговля фьючерсными контрактами.

Среди инвесторов, участвующих в торгах акциями на главном рынке, согласно проведенному ВФБ исследованию, лидируют иностранные инвесторы (доля в обороте в 2011 году 48%), за ними следуют польские финансовые организа-

ции (34%) и индивидуальные инвесторы (18%). Среди иностранных инвесторов доминируют брокеры из Англии, а среди местных финансовых организаций лидируют инвестиционные и пенсионные фонды. За 2010 год количество инвестиционных счетов отечественных брокеров достигло почти 1,5 млн (из них 600 тыс. — интернет-счетов), что означает годовой рост около 350 тыс.

По объему торгов производными инструментами лидируют индивидуальные инвесторы. Их доля в объеме торгов фьючерсными контрактами составляет 50%, опционами — 60%. На польские организации приходится 36% от общего объема торгов контрактами и 28% от объема торгов опционами. Доля зарубежных организаций на рынке фьючерсных контрактов составляет 14%, на рынке опционов — 12%.

Доля индивидуальных инвесторов, торгующих через Интернет, в конце прошлого года составляла 72% от всех сделок физических лиц, а в объеме торгов производными инструментами более 83%.

Безопасность денежных средств, накопленных на инвестиционных счетах, гарантируется системой компенсаций для инвесторов, управляемой НДЦБ под надзором КФН. Система обеспечивает инвесторам выплату денежных средств до суммы, определенной законом, в случае объявления несостоятельности фирмы, ведущей счет. Средства, перечисляемые в фонд, поступают от ведущих счета ценных бумаг брокерских домов и банков, участие их в системе является обязательным.

На главном рынке в биржевом обращении находятся облигации, выпущенные Государственным казначейством, а также небольшое количество корпоративных и муниципальных облигаций. Совокупный объем торгов облигациями в 2010 году составил около 3 млрд злотых.

В режиме альтернативной системы торгов действует *NewConnect* — организованный рынок ВФБ, предназначенный для молодых, развивающихся компаний, особенно из сектора новых технологий. Он открылся 30 августа 2007 года. Объектом торгов могут быть акции, права на акции, права подписки, депозитарные расписки и другие долевые ценные бумаги.

Для компаний предоставляется возможность листинга акций путем частного размещения (private placement), среди максимум 99 субъектов — частных и институциональных инвесторов, при этом независимо от размера эмиссии, акции допускаются к торгам на основании краткого, простого информационного документа, подготовленного и утвержденного авторизованным консультантом. Период подготовки от принятия решения до первой котировки может занимать 2–3 месяца.

Второй способ размещения акций — публичное предложение. В этом случае компания проходит такую же процедуру допуска, как и на регулируемом рынке, в частности, она должна подготовить проспект эмиссии, который должен быть утвержден КФН.

При размещении объемом до 2,5 млн евро допускающим документом может послужить информационный меморандум, контролируемый КФН. Длительность процедуры выхода на рынок такая же, как и для главного рынка (6-9 месяцев).

В 2010 году появился новый сегмент этого рынка NewConnect Lead, объединяющий компании с большим потенциалом перехода на Главный рынок ВФБ.

За создание уникальной площадки, поддерживающей развитие малых и средних инновационных компаний, Всемирная организация интеллектуальной собственности (WIPO) удостоила варшавскую биржу в 2010 году престижной награды WIPO Creativity Award.

Примечательной особенностью рынка NewConnect является лидирующая позиция индивидуальных инвесторов. За 2010 год доля физических лиц в объеме торгов составила 87%. Доля польских финансовых организаций — 11%, а иностранных инвесторов — 2% от общего объема торгов. В 2007 году, когда этот рынок только начал функционировать, доля индивидуальных инвесторов была еще выше — 92%.

Несмотря на финансовый кризис, рынок растет быстрыми темпами (табл. 1).

На рынке NewConnect представлены два индекса — NCIndex и NCX Life Science.

Первый — индекс доходов. При его расчете учитываются доходы от дивидендов и прав на акции. Значения индекса публикуются в непрерывном режиме от начала до конца сессии каждые 5 минут. Список участников индекса обновляется ежеквартально, доли компаний определяются на основании числа акций в свободном обращении, а вес наибольших компаний ограничивается до 10%. На 09 декабря 2011 года в состав индекса NCIndex входили акции 168 компаний.

NCX Life Science — это индекс, в портфель которого входят акции компаний, принадлежащих к отрасли так называемой life science — «науки о жизни». Вес компаний в индексе зависит от их веса в индексе NCIndex и актуализируется ежеквартально. Значения индекса сообщаются три раза в течение дня. Индекс публикуется с 20 сентября 2010 года. В настоящее время в портфель индекса входят акции 10 компаний против 5 в момент его формирования.

Catalyst — рынок долговых инструментов (коммунальных и корпоративных облигаций, закладных листов и других инструментов долгового характера), запущенный 30 сентября 2009 года. Он состоит из двух торговых площадок, предназначенных для розничных клиентов — регулируемого рынка и альтернативной системы торгов, — организатором которых является ВФБ, и двух аналогичных рынков для оптовых клиентов, организатором которых является BondSpot SA, дочерняя структура ВФБ (92,47% акций).

Таблица 2. Польские и зарубежные компании на главном рынке ВФБ

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 на 9.12
Рыночная капитализация котируемых польских компаний, млрд злотых	308,4	437,7	509,9	267,4	421,2	542,6	456,6
Рыночная капитализация котируемых зарубежных компаний, млрд злотых	116,5	198,2	570,4	197,8	294,6	253,8	200,7
Кол-во котируемых компаний	248	272	328	349	379	400	426
в т.ч. кол-во котируемых зарубежных компаний	7	12	23	25	25	27	38

Все данные, кроме 2011 г., на конец года.

На конец первого полугодия 2011 года в общей сложности котировалось 166 серий долговых инструментов, выпущенных 89 эмитентами, в то время как на конец 2010 года эти показатели составляли 109 и 50, соответственно. Стоимость долговых инструментов, котирующихся на Catalyst, составляет около 35,5 млрд злотых.

Poee — Рынок энергии ВФБ — это самый молодой рынок Варшавской биржи, начавший свою работу 11 декабря 2010 года. С его запуском сфера деятельности ВФБ расширилась, охватив операции на товарном рынке. Новая площадка предназначена для заключения сделок с электроэнергией и фьючерсными контрактами на энергию между всеми участниками энергетического рынка — производителями, торговцами и конечными потребителями.

Рынок энергии ВФБ *POEE* был создан на базе интернет-платформы торгов электроэнергией — poee, организованной компанией ELBIS Sp. z o.o. Платформа poee была за пущена в феврале 2001 года на основании лицензии на торговлю электроэнергией. С 1999 года в Польше функционирует Польская энергетическая бржа (PolPX).

Главным стимулом для прихода ВФБ на новый для нее рынок является подготовка к созданию к 2014 году единого европейского энергетического рынка. Президент ВФБ Людвиг Соболевский считает, что конкуренция на этом рынке будет носить не локальный, а региональный характер: «Трансграничные потоки будут формировать наше будущее».

Региональный финансовый центр

ВФБ активно реализует концепцию создания в Варшаве центра обращения долевых ценных бумаг, эмитентами которых являются зарубежные компании, особенно из Центральной и Восточной Европы. «Мы хотим представлять интерес не только для польских ком-

паний»,— говорит Л. Соболевский. — «Украина наиболее важный партнер для нас.

Начиная с 2003 года постоянно растет количество зарубежных компаний, акции которых обращаются на главном рынке ВФБ (табл. 2), а с 2007 года на NewConnect (табл. 1).

Наибольший интерес вызывали у инвесторов акции крупных зарубежных компаний. Объем торгов акциями KERNEL (украинский агропромышленный холдинг, связанный главным образом с производством растительного масла) за 2010 год составил более 2,9 млрд злотых, а объем торгов акциями второй в рейтинге компании CEZ (Чешская энергетическая компания) достиг уровня 2,7 млрд злотых. Компания KERNEL в настоящее время входит в индекс крупнейших компаний, котирующихся на ВФБ (WIG20).

В общей сложности оборот всех иностранных компаний в 2010 году составил 4% от совокупного объема торгов акциями всех компаний, котирующихся на главном рынке ВФБ.

При размещении украинских компаний на ВФБ создается SPV в одной из юрисдикций ЕС, обычно в Люксембурге, Нидерландах или на Кипре. SPV является владельцем всех активов компании, и именно ее акции размещаются на ВФБ. Проект эмиссии утверждается регулятором страны регистрации SPV.

В 2011 году на ВФБ запущен новый индекс WIG-Ukraine, охватывающий 10 украинских компаний, торгующихся на главном рынке ВФБ, шесть из их числа включены в другие индексы ВФБ, указанные выше. В индекс WIG-Ukraine включены компании, головные офисы которых расположены на Украине либо их бизнес большей частью связан с Украиной.

Результатом усилий ВФБ являются не только размещения на ней зарубежных компаний, но и растущий интерес к польскому рынку со стороны зарубежных фирм, действующих в области инвестиционных и финансовых услуг. Их роль в поддержке ВФБ при привлечении эмитентов и в рекламной деятельности, нашла свое выражение в введенной в конце 2006 года программе IPO-Партнер ВФБ. На конец февраля 2011 года в программе участвовало 28 компаний из 13 стран. Зарубежные компании указанного профиля открывают свои представительства в Варшаве. «Наш бэк-офис все еще находится в Праге, но Варшава и Лондон — центры формирования нашей прибыли», — говорит Себастьян Сижейко, руководитель департамента ценных бумаг чешской брокерской фирмы Wood & Company.

Варшавскую фондовую биржу часто называют символом успеха польских экономических реформ. Путь от закутка в здании бывшего Центрального комитета коммунистической партии до регионального финансового центра был непрост. На этом пути польские реформаторы и строители новой финансовой системы смогли избежать многих ошибок, совершенных их соседями. Построенное с умом переделывать не пришлось.

Сменявшие друг друга польские правительства, состоявшие из представителей конкурирующих политических партий, стремились не только возродить экономику страны, но и превратить Польшу в притягательный социополитический образец.

Такая стратегия является польским вариантом идеи великодержавности. В процессе ее реализации польская элита достаточно убедительно продемонстрировала, каким образом может формулироваться, а затем воплощаться большая национальная идея. ◻

Источники

1. Handelsblatt, 09/11/2010.
2. Ежегодники ВФБ на русском языке 2009–2010 годы.
2. FactBooks WSE 2006–2010.
3. Financial Times Special report. Warsaw as a Financial Centre. Wednesday April 20 2011.
4. Сайт ВФБ www.gpw.pl
5. Сайт рынка Catalyst ВФБ www.wsecatalyst.pl
6. Сайт рынка NewConnect ВФБ www.newconnect.pl

Русские как иностранные

Без пяти минут объединенная российская биржа ММВБ-РТС заявила о планах по привлечению иностранных эмитентов. Заявленное намерение следует понимать как сигнал не о спросе, а о предложении.

Предложение не является новостью. Законодательные условия для выхода иностранных ценных бумаг на наш рынок существуют, как известно, уже больше года. Причем вывести бумаги на российскую площадку можно как прямым образом, так и через механизм российских расписок (РДР). Привлекать «внешних» эмитентов — выгодно и правильно. Практически любая страна, обладающая сильным финансовым рынком, имеет в обороте высокую долю иностранных ценных бумаг.

Проблема, однако, в том, что «наше» предложение до настоящего времени не очень-то встречалось с «их» спросом. Ни для кого не секрет, что российские компании размещаются за рубежом постоянно. А вот обратные случаи — когда иностранные компании предлагают свои бумаги здесь — легко пересчитать по пальцам (и много рук для этого не понадобится). На российском рынке размещены государственные облигации Белоруссии, облигации ЕБРР, а также РДР компании «Русал» (зарегистрированной на о. Джерси).

До самого последнего времени эти размещения были нашим всем.

Но совсем недавно произошло событие, которое можно считать знаковым: ФСФР зарегистрировала проспект ценных бумаг корпорации Uranium One Inc. (одна из крупнейших мировых уранодобывающих компаний) и допустила ее облигации к размещению и публичному обращению в РФ.

Дату размещения облигаций (общей номинальной стоимостью 16,5 млрд рублей) эмитент назначил на 7 декабря. Это первый случай прямого выхода иностранной корпорации на отечественный рынок.

Кроме того, управляющий партнер адвокатского бюро «Линия права» Д. Глазунов публично упоминал о правовом сопровождении публичного размещения в РФ облигаций иностранных частных корпораций (отмечая, что проекты не завершены).

Что является триггером наметившегося (пусть слабого) интереса эмитентов к нашему рынку?

Вице-президент ММВБ Сергей Синкевич считает, что ситуацию поменяло размещение РДР «Русала», поскольку появление алюминиевого гиганта на российском рынке существенно увеличило общую ликвидность бумаг компании.

«Мы работаем над тем, чтобы РДР вошли в список инструментов, в которые могут инвестировать пенсионные фонды и страховые компании, а также чтобы расписки можно было использовать при глобальном IPO, — говорит г-н Синкевич. — Кроме того, в ходе встреч с «русскими иностранцами», которые уже разместились за границей, выяснилось, что обозначившийся потенциал увеличения ликвидности их интересует. В-третьих, выходит новое положение о раскрытии информации, и теперь иностранный эмитент не обязан готовить отчетность по российским стандартам бухучета, а может использовать международные стандарты (МСФО). Это фундаментальная вещь.

Таким образом, разные факторы начинают собираться вместе, и мы видим, что у проекта появляется коммерческая перспектива».

Главное условие успеха новых инструментов — это потребность в них со стороны инвесторов, — считает управляющий директор банка J.P. Morgan Анастасия Блум.

«Если обозначить на карте мировые финансовые центры, — говорит она, — то очевидно, что вокруг Москвы — самая большая «не охваченная» такими центрами территория. Следовательно, если создать МФЦ в Москве, то российская биржа станет магнитом, в первую очередь, для соседей — стран СНГ. Ведь пока и русский язык в регионе многим понятен, и законодательство похожее. В США и Англии, где фондовые биржи намного старше и накопили огромный опыт работы, они вначале были площадками именно для национальных инвесторов и эмитентов. И лишь постепенно инвесторы начинали интересоваться другими ценными бумагами, а эмитенты — другими рынками».

Но с «раскруткой» российского МФЦ имеет смысл поспешить. Национальная инвесторская база сегодня узка, основной спрос на российские ценные бумаги генерируют иностранцы. А эмитенты, которые потенциально могли бы финансироваться в России, активно привлекают деньги за рубежом. Причем уже не только в Лондоне, но и в Варшаве.

И, если карты говорят правду, то появление активного МФЦ в Польше существенно сузило «не охваченную» нами территорию. *И.Н,*

По данным биржи, Uranium One Inc. — канадская компания, являющаяся одним из крупнейших производителей урана в мире, акции которой прошли первичный листинг на фондовой бирже Торонто и вторичный — на фондовой бирже Йоханнесбурга.

Компания обладает глобально диверсифицированным портфелем активов, которые находятся в Казахстане, Соединенных Штатах Америки, Австралии. Основным акционером Uranium One, владеющим 51% долей участия в компании, является ОАО «Атомредметзолото» (АРМЗ), дочерняя компания Государственной корпорации по атомной энергии «Росатом».

Кастодиан
Депазиторий
Регистратор

Сергей Берневега
директор департамента по взаимодействию с регистраторами и спецдепозитариями ЗАО «ДКК»

Сергей Аристов
директор департамента клиентских и корреспондентских отношений ЗАО «ДКК»

Виолетта Сердюк
руководитель группы маркетинга ЗАО «ДКК»

Высокие отношения

Клиент всегда прав — поэтому регистратор сделает для эмитента все необходимое

Учетная система на рынке ценных бумаг складывается из совокупности участников: организаций, осуществляющих депозитарную деятельность (депозитарии), и организаций, осуществляющих непосредственное ведение реестров владельцев ценных бумаг (регистраторы).

Регистраторы и депозитарии, на первый взгляд, осуществляют схожую для инвестора деятельность — ведут счета и производят фиксацию прав на ценные бумаги, но если посмотреть глубже, то становится понятно, что регистраторы оказывают услуги в первую очередь эмитентам, а депозитарии — инвесторам.

К этому выводу можно прийти, если обратить внимание на порядок установления взаимоотношений эмитента и инвестора с регистраторами и депозитариями. Эмитент устанавливает договорные отношения с регистратором. При этом услуги инвесторам оказываются регистратором на основании детализированных норм законодательных актов. Совсем наоборот обстоят дела у депозитария: договорные отношения устанавливаются непосредственно с инвестором, при этом взаимодействие депозитария с эмитентом и регистратором выстраивается, в основном, на основании нормативных актов.

Клиент всегда прав — поэтому регистратор сделает для эмитента всё необходимое, то есть будет развивать технологии и услуги, в которых тот прежде всего заинтересован. Депозитарий будет совершенствовать технологии и услуги, в которых заинтересован инвестор, поскольку он является его клиентом. Поэтому взаимоотношения регистратора с инвестором выстраиваются на основании детализированных норм действующего законодательства, что позволяет соблюсти интересы зарегистрированного в реестре лица. Ведь от недоброкачественных услуг, оказываемых регистратором зарегистрированным лицам, клиентская база не пострадает. Причем зарегистрированное лицо, как бы оно не было недовольно предоставленным ему сервисом, будет сохранять взаимодействие с регистратором, альтернативы у него нет. Совсем другое дело депозитарий, который для привлечения и удержания клиентов будет повышать качество услуг и делать

Рисунок 1. **Функциональная активность кастодианов и регистраторов**

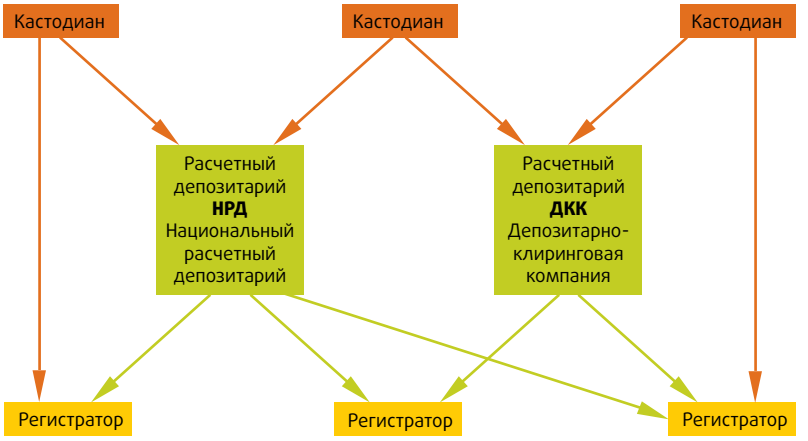
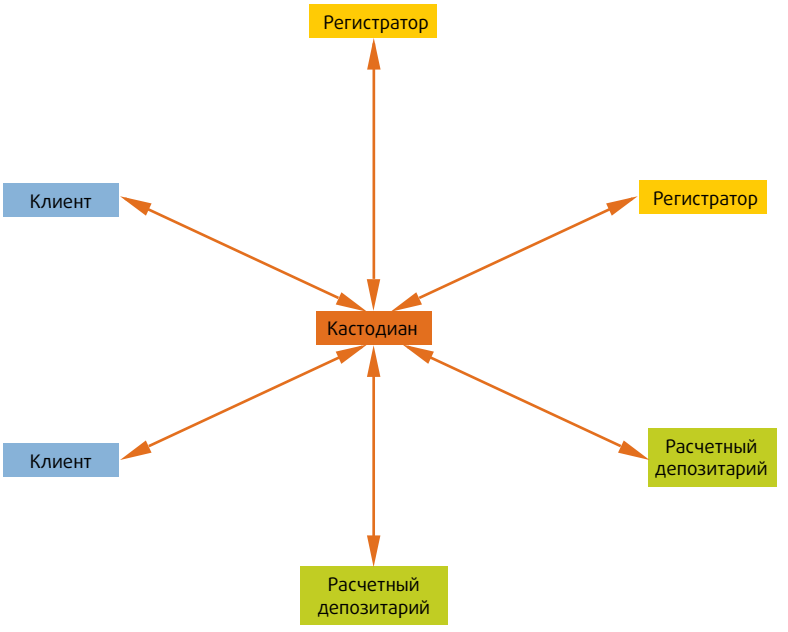


Рисунок 2. **Схема взаимодействия кастодиана с регистраторами и расчетными депозитариями**



все от него зависящее. В связи с этим стоит отметить, что нормы действующего законодательства, регулирующие депозитарную деятельность, детализируют взаимоотношения депозитариев с эмитентом и регистратором и оставляют свободу действий при оказании услуг инвесторам.

Вместе с тем характер услуг депозитариев имеет существенные различия. Так, депозитарий, предоставляющий клиенту широкий спектр персонифицированных услуг, обеспечивающих сохранность прав на ценные бумаги клиента и реализацию удостоверяемых им прав, принято называть кастодианом. Организация, которая осуществляет унифицированные для всех клиентов операции по счетам при исполнении сделок, совершенных через организаторов торговли на рынке ценных бумаг, именуется расчетным депозитарием.

Таким образом, клиентами расчетного депозитария в основном являются профессиональные участники рынка ценных бумаг и, в частности, кастодианы, в отношении ценных бумаг которых расчетные депозитарии открывают счета номинального держателя в реестрах владельцев именных ценных бумаг, ведение которых осуществляют регистраторы. Кастодианы оказывают услуги непосредственно инвесторам и по распоряжению последних хранят активы либо напрямую на лицевых счетах в реестрах владельцев, ведение которых осуществляет регистратор, либо в расчетных депозитариях.

Необходимо отметить, что хранение кастодианами активов своих клиентов в расчетных депозитариях имеет ряд преимуществ. Это и проведение биржевых операций, и быстрые и дешевые расчеты внутри расчетных депозитариев, что вполне соответствует основным требованиям инвесторов при заключении сделок — обеспечение скорости исполнения при минимальной стоимости операции.

Итак, учетная система состоит в основном из трех инфраструктурных организаций:

- регистраторов;
- расчетных депозитариев;
- кастодианов.

Все они ориентированы на оказание услуг своим клиентам с осуществлением плотного взаимодействия между собой, как это показано на рис. 1. При этом расчетные депозитарии, в отличие от кастодианов, в отношении ценных бумаг клиентов регистрируются в реестрах. Эта особенность обеспечивает плотное взаимодействие расчетного депозитария с более широким кругом регистраторов.

Так как у расчетного депозитария в реестрах владельцев больше счетов, чем у кастодианов, то у регистратора и расчетного депозитария возникает обоюдовыгодная заинтересованность в урегулировании взаимоотношений, в результате чего и регистратор, и расчетный депозитарий может предоставлять своим клиентам лучший сервис. Поэтому регистратор, как правило, соглашается представлять расчетному депозитарию информацию о проведенных по его счету в реестре операциях, а расчетный депозитарий — представлять в удобочитаемом виде информацию о своих клиентах при подготовке списков владельцев. Необходимо отметить, что такие взаимоотношения упорядочены за счет внедрения как регистраторами, так и расчетными депозитариями, электронного документооборота с применением форматов электронного взаимодействия регистраторов и депозитариев, утвержденных СРО ПАРТАД (саморегулируемая организация «Профессиональная ассоциация регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев). При этом сложно сказать, кто от таких взаимоотношений выигрывает больше, — клиент депозитария или регистратора или сами организации, которые смогли тем самым снизить свои трудозатраты, возникающие при взаимодействии друг с другом.

Вместе с тем такое взаимодействие отсутствует между регистраторами и кастодианами. Причиной этого может быть как эпизодические взаимоотношения кастодиана с регистратором, так и специфическое положение кастодиана, так как ему приходится взаимодействовать с большим числом участников (рис. 2). С одной стороны, эти участники являются его клиентами, а с другой — партнерами. По этой причине они вынуждены минимизировать свои трудозатраты, например, за счет использования при взаимодействии со своими клиентами и партнерами международных стандартов, например, системы SWIFT.

Как это ни странно, но расчетные депозитарии могут значительно упростить жизнь кастодианам и регистраторам при взаимодействии их друг с другом, выступив в качестве промежуточного звена, имеющего большой опыт работы, как с регистраторами, так и с кастодианами. В этом случае выигрывают и те, и другие, поскольку в их работе может использоваться отработанная с расчетным депозитарием технология.

Примером успешного использования расчетного депозитария в качестве промежуточного звена при проведении операций в реестре могут служить выполняемые им трансфер-агентские функции. Расчетный депозитарий, выступая уполномоченным лицом регистратора, обеспечивает получение от кастодианов документов в строгом соответствии с правилами регистратора, осуществляя при этом консультационные услуги кастодиану по их оформлению, или предоставляет необходимое для формирования этих документов программное обеспечение. Подтверждением этому может служить анонсированная НРД услуга, в соответствии с которой расчетный депозитарий, оказывая трансфер-агентские услуги регистратору, предоставляет своим клиентам, в том числе кастодианам, возможность формирования документов в электронно-цифровой форме через используемый в работе расчетного депозитария с клиентом программный продукт «Луч».

Хранение кастодианами активов своих клиентов в расчетных депозитариях имеет ряд преимуществ. Это и проведение биржевых операций, и быстрые и дешевые расчеты внутри расчетных депозитариев, что вполне соответствует основным требованиям инвесторов при заключении сделок, — обеспечение скорости исполнения при минимальной стоимости операции.

В данной ситуации расчетные депозитарии могут выполнять как пассивную, так и активную роль в работе кастодианов с регистраторами.

Пассивная роль выражается в учете расчетными депозитариями той части активов, которые были переведены кастодианами, когда не обращается особого внимания на трудности, возникающие в работе кастодианов с множеством регистраторов.

Активная роль может выражаться в том, что расчетные депозитарии могут значительно упростить жизнь кастодианам в работе с регистраторами, поскольку кастодианы в той или иной мере являются клиентами расчетного депозитария.

Рисунок 3. **Технология конвертации форматов ПАРТАД в SWIFT-сообщение**

Рисунок 4. **Технология передачи сообщения в закрытом режиме**

Аналогичная услуга, имеющая наименование «Комфортная перерегистрация», предоставляется другим расчетным депозитарием — ДКК. Эта услуга отличается от вышеприведенной использованием в работе кастодиана SWIFT-сообщений, подготовленных в соответствии со стандартами ISO15022 (RUS4).

В «Комфортной перерегистрации» электронное взаимодействие регистратора с кастодианом реализуется при минимальных трудозатратах сторон без использования ручного ввода информации для кастодиана, при этом как для регистратора, так и для депозитария сохраняется приемлемая форма взаимодействия: регистратор использует форматы СРО ПАРТАД, а кастодиан – SWIFT и сообщения ISO15022 (RUS4).

Технология ДКК выглядит следующим образом. На основании SWIFT-сообщения, подготовленного кастодианом в соответствии со стандартами 15022 (RUS4), осуществляется идентификация эмитента и ценной бумаги по указанным в сообщении кодам: по ISIN и коду, присвоенному данному выпуску ценных бумаг ДКК. На основании данной информации и справочной системы расчетного депозитария происходит определение лица — регистратора, осуществляющего на момент подачи сообщения ведение реестра владельцев. Реквизиты кастодиана, необходимые в соответствии с действующим законодательством РФ для заполнения распоряжений, берутся из данных клиентской базы расчетного депозитария. При этом реквизиты лица, на счет которого должны быть зачислены ценные бумаги в реестре владельцев ценных бумаг, формируются на основании данных, указанных в SWIFT-сообщении в виде текстового описания. При этом кастодиан вместо текстового описания вправе указывать в сообщении код лица: либо SWIFT BIC, либо код, присво-

енный кастодианом такому лицу самостоятельно (альтернативный код). Для этого до направления такого SWIFT-сообщения кастодиан предоставляет (в бумажном или электронном виде) в расчетный депозитарий информацию о соответствующем лице, а расчетный депозитарий осуществляет ведение списков контрагентов такого кастодиана. Вся остальная информация, такая как количество ценных бумаг, сумма сделки и основания для её совершения, берутся непосредственно из сообщения SWIFT.

В разработанной ДКК технологии (рис. 3) расчетный депозитарий выступает перед регистратором уполномоченным лицом кастодиана, осуществляя при этом конвертацию сообщений из одного стандарта в другой.

Приведенная технология подготовки на основании SWIFT-сообщения MT542 передаточного распоряжения на проведение перерегистрации в реестре владельцев ценных бумаг в соответствии с форматами СРО ПАРТАД показывает безошибочность процесса конвертации. Конвертация сообщений из форматов СРО ПАРТАД в сообщение SWIFT осуществляется в обратной последовательности – полученное от регистратора сообщение в формате ПАРТАД проверяется на соответствие его содержания ранее направленному электронному документу, и на основании полученного от кастодиана и регистратора сообщения формируется SWIFT-ответ. При этом в ответном SWIFT-сообщении расчетный депозитарий указывает номер полученного от регистратора электронного документа, который также направляется кастодиану. Это делается для того, чтобы кастодиан, с одной стороны, мог проверить результаты конвертации, если возникнут сомнения в их правильности, а с другой — имел возможность в случае необходимости предъявить в качестве доказательства полученный от регистратора документ.

К сожалению, SWIFT-сообщения в силу специфики действующего законодательства РФ не могут использоваться при составлении списков владельцев ценных бумаг. В этой связи для формирования кастодианом такого списка предоставляется возможность его подготовки с помощью программного обеспечения «Сбор-реестра», которое используется всеми кастодианами — клиентами ДКК. Подготовленные кастодианом сообщения проходят через расчетный депозитарий регистратору транзитом от расчетного депозитария в зашифрованном виде. Передача списка в закрытом (зашифрованном) виде позволяет кастодиану обеспечить конфиденциальность информации о владельцах ценных бумаг, в отношении которых он зарегистрирован в реестре в качестве номинального держателя (рис. 4).

Конечно, данная схема, как и многие другие, предложенные рынку со стороны расчетных депозитариев, носит временный характер. Теперь, после принятия Закона о центральном депозитарии, большинство из них может прекратить свое существование в связи с отсутствием в них необходимости. Безусловно, все будут только «ЗА» упрощение взаимодействия между участниками российского фондового рынка. Но пока закон о центральном депозитарии только принят и вступит в силу с начала следующего года можно пользоваться предложенными и апробированными на практике расчетными депозитариями эффективными схемами, сократив время и расходы на реализацию данной технологии. ◻

В разработанной ДКК технологии расчетный депозитарий выступает перед регистратором уполномоченным лицом кастодиана, осуществляя при этом конвертацию сообщений из одного стандарта в другой.

Илья Телятников
руководитель отдела оценки управления по работе с крупным бизнесом SRG-Appraisal

В ожидании кризиса

Зачастую реализация нескольких сценариев развития событий дает более адекватную оценку рисков и стоимости компании, нежели классические алгоритмы

Если для больших публичных компаний изменение капитализации зачастую определяется настроением участников рынка, то для менее крупных компаний прогноз изменения стоимости требует, как правило, построения ожидаемых денежных потоков с учетом новых реалий. Кроме того, хеджированием зачастую можно избежать существенного падения стоимости компании.

Способы снижения рисков при кредитовании непубличных компаний в период кризиса.

DCF модель как инструмент принятия решений

Для иллюстрации важности анализа будущих денежных потоков для предприятий, акции которых не входят в состав «голубых фишек», приведем ниже результат исследования английских коллег (BDOUK[1]). Рассмотрим соотношение значений мультипликатора P/E для публичных компаний, так называемый FTSE Non-Financials[2], и P/E по совершенным на рынке слияний и поглощений в Uk сделкам с акциями закрытых компаний (так называемый PCPI) (рисунок).

Анализ показывает, что для одного и того же региона корреляция между указанными индикаторами, можно сказать, не очень значительна — 75,19%. Цены сделок при продаже непубличных компаний, в целом, не так резво, как рынок капитала, реагируют на какие-либо политические высказывания, долговой кризис еврозоны и т.п. Как видно из представленного на рисункке графика, «дно» конца 2008 — первой половины 2009 года для них не столь глубокое, зато восстановление в конце 2009 — начале 2010 года проходило более скромными темпами, чем на фондовом рынке. В ситуации стабильности индекс FTSE, как правило, выше, чем PCPI, что отражает большую ликвидность бумаг на фондовом рынке, однако в ситуации нестабильности индекс PCPI оказывается выше FTSE.

Для непубличных компаний именно DCF-анализ выходит на первый план при определении рыночной стоимости компании, он позволяет учесть в стоимости все перспективы бизнеса, выявить потенциальное влияние на деятельность компании возможных макроэкономических потрясений, объяснить причины, почему для конкретного предприятия стоимостные мультипликаторы будут отличны от среднерыночных.

В этой статье:

Анализ будущих денежных потоков.

Структура финансовых показателей в кризис.

Способы уменьшения рисков.

Для объективного построения денежных потоков, как правило, необходима детальная информация предприятия по структуре доходов и расходов, о планах будущей деятельности, о реализации инвестиционных проектов. При анализе корректируются возможные трансфертные цены, избыточные или разовые расходы, учитывается потенциал роста.

Например, типичной является схема, когда оцениваемое предприятие работает в легкий убыток или с нулевой прибылью, а весь доход предприятие-собственник получает через торговые дома, реализующие продукцию предприятия, либо по договорам оказания услуг (например, услуг управления). С точки зрения оценки рыночной стоимости оцениваемое предприятие необходимо рассматривать как самостоятельный субъект рынка, и все нерыночные бизнес-модели корректировать при расчетах.

Для подобной аналитической работы, как правило, необходим высококвалифицированный специалист, который разбирается не только в бухгалтерии и финансовом анализе, но и сможет оценить объективность и обоснованность сделанных прогнозов.

Зачастую, в связи с непредсказуемостью развития событий в будущем, целесообразно рассматривать несколько вариантов прогнозов. Во многих ситуациях это позволяет лучше оценить риски получения доходов в будущем. Особенно остро возникает необходимость для таких действий именно при неопределенности макроэкономических параметров, на пороге нового кризиса.

Анализ финансовых показателей для компаний и отраслей в период кризиса

На какие финансовые показатели следует обращать внимание, чтобы не привести компанию к банкротству? Хотелось бы отметить следующие:

- Оборачиваемость задолженности, доля не реальной к взысканию дебиторской задолженности в общей задолженности.

При наступлении общей нехватки денег компании начинают, если это возможно, оттягивать оплату по своим обязательствам, что приводит к значительному увеличению показателей оборачиваемости. Часть задолженности дебиторов становится не реальной к взысканию.

В нашей практике была ситуация, когда клиент задолжал поставщику энергии оплату за поставку энергии больше рыночной стоимости компании-поставщика. Взыскания задолженности через суд удалось добиться, однако задержка оплаты на три года сильно сказалась на деятельности компании. При анализе денежных потоков такую задолженность следует убирать из прогноза оборотного капитала и рассматривать отдельно (как выданный заем).

- Показатели перекредитованности.

Наиболее существенные инструменты анализа классические — коэффициент покрытия процентов ICR — отношение EBITDA/Interest Payments, коэффициент покрытия (чистого) долга — D/EBITDAили Net Debt/ EBITDA. При потенциальном падении EBITDA в случае влияния на компанию кризиса процентов на 30%, нормальный ранее для компании коэффициент D/EBITDA, равный, например, двум, может превратиться в критические «три». Если коэффициент покрытия долга достиг 3–4, это должно быть «тревожным звоночком» — банкротство может быть не за горами.

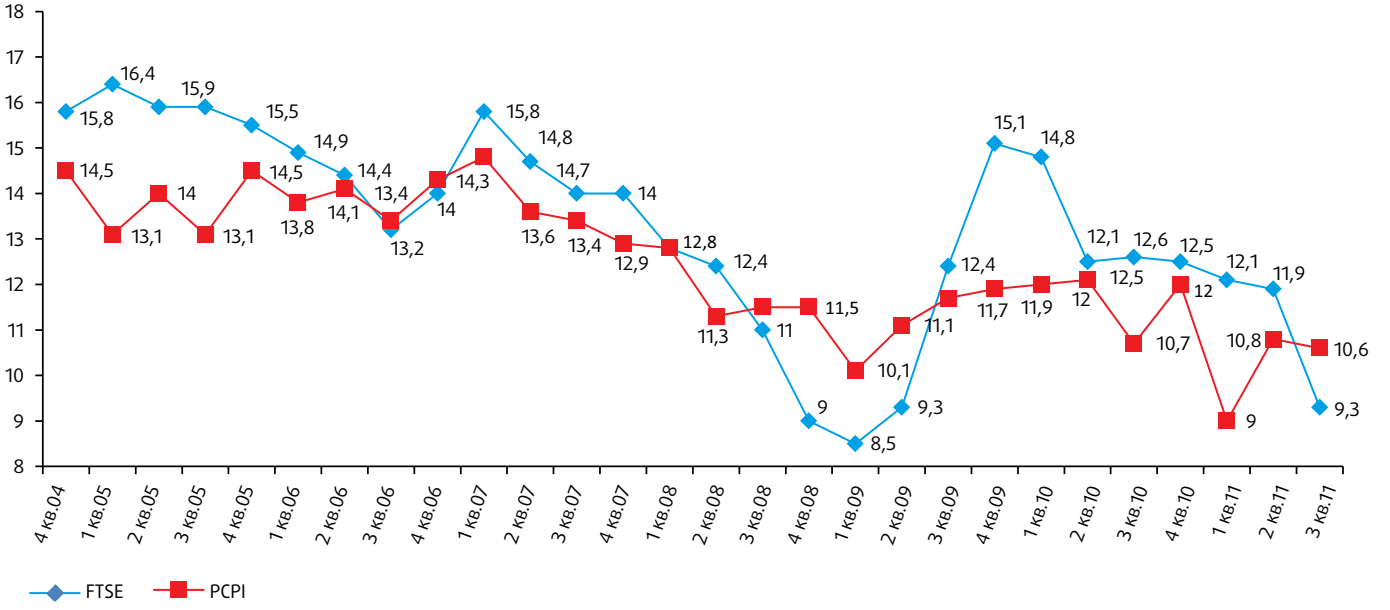
- Забалансовые обязательства.

Зачастую многие аналитики не обременяют себя анализом забалансовых обязательств компании, однако там могут висеть многомиллиардные поручительства за лиц, ставших неплатежеспособными. В период 2008–2010 гг. многие холдинговые компании обанкротились именно из-за поручительств за неплатежеспособных заемщиков. В случае если выплаты по поручительству будут наверняка, компании в обязательствах следует зарезервировать предстоящие расходы, а аналитику учесть эти выплаты при расчете стоимости.

Доходность капитала и стоимость компании как функция от рисков

Вопрос влияния диверсификации портфеля на уровень риска и доходности впервые был поднят Гарри Марковицем[3]. Он отметил, что инвесторы могут снизить уровень изменчивости нормы прибыли на инвестированный ими капитал (то есть снизить риски) просто путем вложения денег в ряд разных компаний.

Рисунок.



Таким образом, в диверсифицированном портфеле несистематические риски пропадают, процесс оценки доходности сводится к определению «беты» по портфелю. В то же время при оценке одного предприятия (такая необходимость возникает, например, при залоге или продаже компании) определение премий за несистематические риски является отдельной творческой задачей.

Из несистематических рисков, как правило, выделяется премия за страновой риск, за размер компании и за специфические риски. Первая определяется разницей в доходности гос-облигаций разных стран, для оценки второй аналитики зачастую пользуются ежегодно публикуемым исследованием американской консалтинговой компании Ibbotson Associates, Morningstar, Inc. (Ibbotson Valuation Yearbook).

Для оценки специфических рисков бизнеса многие аналитики/оценщики в последнее время пользуются развитой Deloitte&Touche методикой[4]: совокупная премия за специфический риск рассчитывается как среднее по премиям за составляющее его риски: зависимости от ключевых потребителей, поставщиков, от ключевых сотрудников, риск корпоративного управления и т.д. Несмотря на действительно значимый труд, бездумное применение аналитиками разработанного алгоритма оценки рисков для любого предприятия приводит зачастую к неадекватным оценкам доходности и стоимости компании.

Приведем простой пример. У рассматриваемого предприятия 50% выручки обеспечивают заказы на поставку продукции для одного клиента. Имеется инсайдерская информация о потенциальном уходе (с вероятностью 50%) этого клиента через два года в связи с его планами организации собственного производства продукции. Предположим, что чистый денежный поток при этом за третий год упадет в четыре раза (в связи с наличием условно постоянных расходов), а расчетная ставка дисконтирования без учета премии за риск зависимости от ключевого поставщика составляет 20%. Применение техники дисконтирования дает в данном случае расхождение двух различных оценок накопленного приведенного дохода (с учетом ухода клиента и без) примерно в два раза. Учитывая вероятность ухода клиента, стоимость предприятия при учете данной информации падает на 25%. В то же время применение указанного выше стандартного алгоритма расчета премии за специфический риск дает результат расчета дополнительной премии в размере менее 2%, и уменьшение стоимости только на 10%.

Таким образом, простой пример показывает, что зачастую реализация нескольких сценариев развития событий дает более адекватную оценку рисков и стоимости компании, нежели классические алгоритмы расчета премии за специфический риск.

Изменение прогнозируемых показателей коммерческой эффективности инвестиционных проектов при наступлении кризиса

Рассмотрим пример классического девелоперского инвестиционного проекта, коих было много перед началом кризиса 2008–2009 гг., и многие из которых были задвинуты в «долгий ящик».

Пусть срок реализации проекта — три года, расчетная IRR — 35%. Простое увеличение срока реализации проекта на один год (в связи с внешними потрясениями) и уменьшение поступлений от проекта всего лишь на 15% относительно расчетных влечет падение IRR примерно в два раза — ниже расчетной ставки дисконтирования, что превращает проект из высокоэффективного в неэффективный. Скажете, что во всем виноват кризис? Конечно, да, но изначально никаких пессимистических вариантов развития событий даже не рассматривалось.

Подобная практика стандартна для стартап-проектов. Составляется бизнес-план, в котором рассматривается один оптимистический сценарий касательно сроков реализации, ожидаемых выбытий и поступлений, что делает показатели коммерческой эффективности достаточно завышенными. Детального анализа рисков не проводится, анализ чувствительности проводится формально. Быстро принимается решение. Под этот проект получают кредит. В результате небольшого отклонения факта от прогноза — дефолт, взыскание залога, потеря бизнеса.

Рекомендации по уменьшению рисков

В заключение хотелось бы вспомнить известные цитаты и резюмировать и так очевидные вещи:

- «Элемент авантюры должен быть не настолько велик, чтобы подвергать все дело неоправданному риску, но и не настолько мал, чтобы за дело было стыдно браться» (Р. Уоермен). Снижение зависимости от ключевых покупателей, поставщиков, от ключевых сотрудников — это стандартные антикризисные меры. Даже если влияние кризиса не будет существенным, реализация этих мер повысит стоимость компании.
- «Самый быстрый способ выиграть войну против бедности — перестать делать вид, будто мы богаты» (неизвестный американец). Следует подумать о возможных излишних тратах, на которые вы решились, получая неплохие финансовые результаты в прошлом, чтобы повысить репутацию либо корпоративный дух в компании. Насколько они необходимы на текущий момент? Нельзя не упомянуть и про эффективность персонала. В процессе своей работы мы неоднократно сталкивались с неэффективной организацией работы персонала на предприятиях. Иметь в штате сотрудников, половину рабочего дня пьющих чай, сколько бы они ни получали — это непозволительная роскошь.
- «Любой кризис — это новые возможности» (Уинстон Черчилль). С учетом оценки рисков, развивайте новые направления деятельности. Ослабление влияния конкурентов и ввод новой более конкурентоспособной продукции может позволить получить новых заказчиков.
- «Жизнь в кредит хороша тем, что можно умереть раньше срока» (Геннадий Малкин). Опасайтесь перекредитования предприятия, анализируйте показатели ICR и NDR. Внимательно относитесь к предлагаемым кредиторами ковенантам при заключении кредитного договора. Сравнивать надо не только ставки, но и санкции при возникновении просрочек. Даже если вы всегда были дисциплинированным заемщиком, при неблагоприятной внешней ситуации эти ранее казавшиеся невозможными события могут наступить. Ведь многие уже лишились своего бизнеса после того, как ставки по кредиту для них в одностороннем порядке были повышены с 12 до 25% при небольшой просрочке. ◻

Примечания

1. http://www.bdo.uk.com/library/pcpi-private-company-price-index
2. Рассчитываемый как четырехмесячное среднее по P/E публичных компаний, по данным Financial Times.
3. Portfolio Selection. The Journal of Finance, March, 1952.
4. Методология и руководство по проведению оценки бизнеса и/или активов ОАО РАО «ЕЭС России» и ДЗО ОАО РАО «ЕЭС России», Deloitte & Touche, 2007.

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	16-31.01.2012	пн-чт 18:00-21:00
		06-21.02.2012	пт 17:00-20:00
		12-27.03.2012	
	Москва	16-31.01.2012	пн-пт 10:00-18:00
		12-16.03.2012	
Курс 1.0 «Брокерская, дилерская деятельность и деятельность по управлению ценными бумагами»	Москва	30.01-08.02.2012	пн-чт 18:00-21:00 пт 17:00-20:00
		23-26.01.2012	пн-чт 14:30-21:00
		13-16.02.2012	
Курс 4.0 «Депозитарная деятельность»	Москва	06-08.02.2012	пн-ср 18:00-21:00
		27-28.02.2012	пн-вт 14:00-19:00
Курс 5.0 «Управление инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами»	Москва	06-16.02.2012 19-29.03.2012	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	30.01.2012 13.02.2012 27.02.2012	10:00-17:00

КЦ НАУФОР оказывает услуги по проведению экспертизы профессиональной деятельности организаций на фондовом рынке

Экспертиза осуществляется в полном соответствии с требованиями, предъявляемыми ФСФР России при проведении выездных и камеральных проверок.

Наши специалисты помогут устранить выявленные нарушения, а также избежать соответствующих санкций регулятора.

Экспертиза включает в себя:

- Экспертизу учредительных документов и штатного расписания организации;
- Оценку осуществления внутреннего контроля и ведение внутреннего учета сделок, включая срочные сделки, и операций с ценными бумагами;
- Экспертную оценку осуществления брокерской, дилерской, депозитарной деятельности, а также деятельности по управлению ценными бумагами;
- Проверку порядка ведения бухгалтерского учета в организации и порядка расчета собственных средств;
- Проверку информации, указанной в отчетности организации;
- Экспертную оценку системы управления рисками в организации.