Содержание

№12, ДЕКАБРЬ 2011

Цена бюджета

Руководитель Экономической экспертной группы Евсей Гурвич рассказывает главному редактору журнала «Вестник НАУФОР» Ирине Слюсаревой, почему, если нужны эксперты по определенной экономической проблеме, то каждый раз ими оказываются одни и те же люди.

18

4

В зеркале наших публикаций

Обзор основных публикаций "Вестника НАУФОР" в 2011 году.

62

Перечень статей, опубликованных в «Вестнике НАУФОР» в 2011 году

ТЕМА НОМЕРА: СВОЙ ДОМ ЗА СВОИ ДЕНЬГИ

8

Свой дом за свои деньги

Председатель совета директоров инвестиционной группы «Русские фонды» Сергей Васильев рассказывает главному редактору журнала «Вестник НАУФОР» Ирине Слюсаревой о том, почему усиливать внутрироссийские офисы правильнее, чем создавать новые в Гонконге или Лондоне

30

Вернуть позиции

9 декабря 2011 года НАУФОР провела в Казани круглый стол «Российский фондовый рынок, изменяющееся законодательство».

ЭКСПЕРТНОЕ МНЕНИЕ

36

Из долгового в политический

Российский рынок акций после позитивного октябрьского отскока в ноябре возобновил свое снижение, но его динамика в целом была одной из лучших среди развивающихся рынков, для которых агентство Standard & Poor's рассчитывает страновые инвестиционные индексы S&P/IFCI.

ЗАДАЧА / РЕШЕНИЕ

42

Построить бизнес вдалеке

На менталитет жителей Калининграда оказывали влияние самые различные факторы, многие из них не вписываются в традиционную картину мира обычного российского гражданина. Многообразие культурных и экономических связей этой территории оказывает воздействие на восприятие самых разных вещей – от повседневных интересов до грамотности в области финансовых услуг.

52

Разориться дешево

По признанию многих специалистов, в настоящее время глобальный уровень приобрела тема реформирования законодательства о банкротстве. Реформы должны быть направлены в сторону повышения эффективности процедуры и снижения ее стоимости.

МЕРОПРИЯТИЕ

60

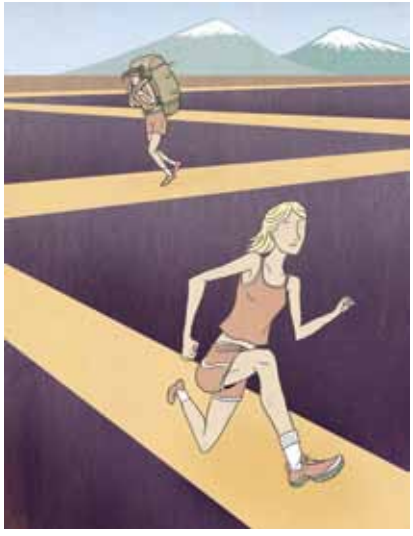
Начало положено

В 10:00 19 декабря 2011 года с ударом колокола начались торги объединенной биржи ММВБ РТС.

44

Реформировать эмиссию

При ФСФР России сформированы в конце 2011 года в качестве совещательных органов четыре экспертных совета, в состав которых входят представители индустрии. На первом совместном заседании советов НАУФОР представил доклад о совершенствовании процедуры эмиссии на отечественном рынке.



«Новый год настает»

Бессмысленно рассуждать о том, по каким именно причинам Новый год является для большинства жителей России главным праздником в году. Он таковым является, и этим все сказано.

Остается лишь соответствовать ситуации, вести себя подобающим образом.

Во-первых, быть благодарными году уходящему. Он был не так уж скуп на хорошее. Хотя кризис и его последствия никто, разумеется, не отменял. Тем не менее под елку можно положить (как минимум) принятый наконец закон о центральном депозитарии. Да и биржи объединились, как к этому ни относись. И вообще, целый год индустрия усердно работала. А теперь настало время праздника, и это во-вторых.

Смысл праздника в том, чтобы столь же добросовестно, как при исполнении трудовых обязанностей, веселиться и испытывать положительные эмоции. В гостях и на даче, в клубе и на лыжне, на диване вблизи телевизора и в теплой соленой волне. В любом формате.

С Новым годом, дорогие читатели!

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.

Сделка года

В понедельник, 19 декабря 2011 года, произошло официальное объединение главных площадок российского фондового рынка — бирж РТС и ММВБ. Торги с этого момента идут на объединенной площадке, сформирован единый список ценных бумаг.

Масштаб события переоценить невозможно.

Участникам рынка хорошо известно, что каждая из двух бирж возникла в свое время по разным мотивам, имела разную структуру собственности, развивалась до определенного момента разными группами участников рынка, различались также биржевые стратегии и истории успеха. Вероятность соединения двух этих проектов долгое время не была очевидной.

Когда гипотеза о возможном слиянии РТС и ММВБ стала обсуждаться всерьез, отношение к ней в профессиональном сообществе поляризовалось.

Вопрос решился не без политического вмешательства. О необходимости объединения бирж заявлял руководитель проектной группы по созданию международного финансового центра Александр Волошин, идея активно поддерживалась бывшим главой ФСФР Владимиром Миловидовым, вопрос обсуждался высшим руководством страны.

В итоге в феврале 2011 года была достигнута принципиальная договоренность относительно объединения. Четыре месяца спустя, 29 июня 2011 года, ММВБ и РТС подписали рамочное соглашение об объединении бизнесов. Документ регламентировал порядок и процедуры формирования единого биржевого холдинга. ММВБ приобрела контроль в РТС у пяти акционеров — компаний «Ренессанс Капитал», «Атон», «Альфа-банк», «Тройка Диалог» и «Да Винчи». Сделка предполагала следующие параметры: стоимость 100% акций РТС — 34,5 миллиарда рублей, стоимость 100% акций ММВБ — 103,5 миллиарда рублей.

В сентябре сделку одобрил ФАС России.

19 декабря произошло слияние. Единая биржа получила название (временное) — ОАО «ММВБ-РТС».

С этого момента торги на фондовых площадках спот проходят в трех секторах. Первый сектор — «основной рынок» — включил в себя все существовавшие ранее режимы торгов фондового рынка ММВБ. Второй сектор — Standard — фактически является дублером RTS Standard. Третий сектор, Classica, представляет собой перенесенный на ММВБ классический рынок РТС. Кроме того, сохраняются срочные рынки обеих бирж.

Заместитель председателя ЦБ РФ Сергей Швецов в ходе церемонии начала торгов на объединенной бирже сообщил, что работа над новой стратегией «ММВБ-РТС» будет завершена в первом квартале 2012 года.

После того как две основные фондовые площадки объединились, в России по факту возникла крупнейшая в стране биржа — и по объему торгов, и по количеству клиентов. Общий объем торгов на всех рынках ММВБ-РТС в 2011 году, как сообщает пресс-служба биржи, составил 10,1 трлн долларов США. Общее количество сделок на всех рынках ММВБ–РТС в 2011 году превысило 358,5 млн штук. Суммарная капитализация торгуемых акций в ММВБ-РТС на конец года составляла около 800 млрд долларов США.

Однако полное слияние организационной структуры двух бирж еще далеко не закончено. Один из наиболее важных интеграционных этапов — объединение бизнесов НРД, ДКК и «Расчетной палаты РТС», то есть строительство центрального депозитария.

Руководство ММВБ-РТС анонсирует также построение торгово-расчетной инфраструктуры (запуск торгов на фондовом рынке в режиме T+n, введение единого торгового счета по инструментам спотового и срочного рынков).

Далее должно произойти IPO объединенной компании, ставшее одним из условий сделки с акционерами РТС (если IPO не случится, их доли будут выкуплены с премией 12% годовых к текущей оценке биржи). Наконец, планируется, что в ближайшем будущем из капитала объединенной биржи выйдет Центробанк РФ. ◻

2011

В зеркале

В первом номере генеральный директор ОАО «Регистратор Р.О.С.Т.» Олег ЖИЗНЕНКО рассказывает о ключевых задачах регистраторского бизнеса на данном этапе, о рыночной ситуации и о стратегии компании, которую он возглавляет.

Заместитель председателя правления группы компаний «Регион» Сергей СУДАРИКОВ детально говорит о том, как компании удалось преодалеть кризис и, в частности, отмечает важность выстраивания отношений с людьми наряду с чисто профессиональными финансовыми навыками. Он также отмечает, что в период кризиса произошло огосударствление во всех сегментах финансового рынка — банковском, страховом, фондовом, среди управляющих компаний и негосударственных пенсионных фондов.

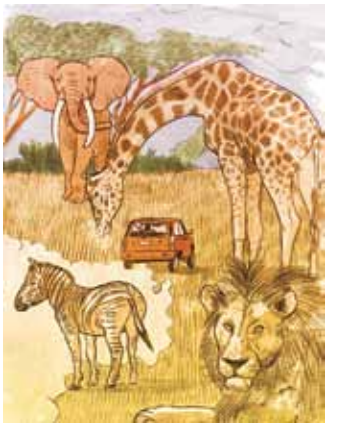
Эти две темы — преодоление кризиса и усиление присутствия государства на финансовых рынках — получили развитие в других публикациях завершившегося года.

Круглый стол НАУФОР стал новой формой обсуждения проблем, стоящих перед фондовым рынком и путей их решения. На первом заседании обсуждалось становление электронной торговли в России.

В статье Кирилла ПЕНЗИНА (информационно-аналитическое управление ММВБ) рассматриваются основные виды бурно развивающихся последние десять лет ETF на мировых рынках и перспективы их введения на российском рынке.

Александр БАРУ, начальник управления продаж и маркетинга, говорит о том, как методом проб и ошибок в управляющей компании «Райффайзен Капитал» пришли к выстраиванию системы продаж инвестиционных продуктов и завоеванию лояльности клиентов.

Сергей СИЗОВ, заместитель торгпреда РФ в КНР, и Сергей ФОМИЧЕВ детально обсуждают проблемы размещения российских компаний на Гонконгской фондовой бирже SEKH.



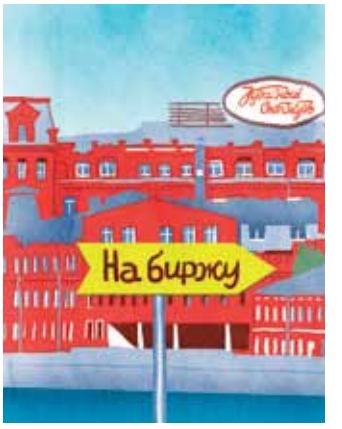
№2

Генеральный директор ИК «Атон» Андрей ШЕМЕТОВ рассказывает о том, почему факт усиления государственного участия на финансовом рынке не является для него важным, и о том, как помочь людям, которые сейчас обдумывают возможность выхода на фондовый рынок, ищут альтернативу инвестициям в депозиты.

Директор управления по работе с частными клиентами «Тройки Диалог» Андрей ЗВЕЗДОЧКИН обсуждает выход компании из кризиса, возможность взаимодействия с региональными игроками и необходимость института финансовых советников.

Участники круглого стола НАУФОР обсуждают последствия для брокерского сообщества вступившего в силу закона о противодействии манипулированию и неправомерному использованию инсайдерской информации.

Зав. отделом международных рынков капитала ИМЭМО РАН Яков МИРКИН рассматривает возможность приведения мировых финансов к более сбалансированному состоянию и вероятность возникновения в пределах трех-четырех лет новых рыночных шоков.



№3

В этом номере генеральный директор биржи «Санкт-Петербург» Виктор НИКОЛАЕВ рассказывает, каким образом биржа может помочь структурированию экономики и по каким причинам сотрудничество биржи с налоговой инспекцией может способствовать снижению цен на жилье.

Вице-президент ММВБ Геннадий Марголит говорит, что биржа может выполнять функции социальной сети, а также о ситуациях, в которых либерал-рыночник одобряет активное вмешательство государства.

наших публикаций

Участники круглого стола НАУФОР обсуждают проблемы, связанные с появлением в практике работы фондового сообщества института «квалифицированных инвесторов, и в первую очередь те сложности, которые возникают в работе брокерских компаний.

В статье Ольги БЕЛЕНЬКОЙ (ИК «СОВЛИНК») анализируется неравномерное восстановление, в котором, с одной стороны, проявляется версия decoupling и постепенное перераспределение сил в пользу emerging markets, а с другой — продолжается несбалансированное развитие мировой экономики, грозящее новым витком незавершившегося кризиса. Делается вывод о том, что краткосрочная ситуация умеренно благоприятна для российской экономики и фондового рынка. В то же время отмечается, что не работают стимулы диверсификации экономики, создания критической массы производств с высокой добавленной стоимостью, продукция которых была бы востребована на внешнем и внутреннем рынке.

В номере рассмотрены результаты конференции «Технологические биржи России и Запада: как привлечь инвестиции в российские инновации?» и круглого стола «Международный финансовый центр в Москве: проблемы и перспективы».

№4

Руководитель подразделения по управлению активами банка Goldman Sachs Джим О'НИЛ анализирует фундаментальные перемены в мире инвестиций и указывает на переоценку роли рынков, которые традиционно называют «развивающимися». Страны, на которые приходится не менее 1% мирового ВВП, теперь имеет смысл называть «рынками роста». А перспективы России гораздо лучше, чем кажется скептикам.

Михаил ЗАВОДОВ, директор по развитию бизнеса компании Fleming Family & Partners, рассказывает о том, каким образом компания, занимающаяся финансами, может сотрудничать с нефинансовыми агентами.

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

В номере также рассматриваются проблемы сокращения индустрии профучастников рынка ценных бумаг, вопросы применения законодательства о противодействии манипулированию.

В пятом номере Александр ЩЕГЛОВ, генеральный директор ИК «Церих Кэпитал Менеджмент», рассказывает о том, возможно ли сохранить рыночный драйв и фундаментальный подход в одном флаконе, и какие структуры, по его мнению, могут отстаивать интересы участников рынка. Он также затрагивает проблему сбережений и отношения населения к фондовому рынку

Артем КОНИН, генеральный директор УК «Энергокапитал», объясняет, каким образом региональная компания на долгих промежутках времени показывает результаты лучше рынка и где и как нужно находить деньги для развития индустрии коллективных инвестиций.

Публикуются размышления директора Северо-Западного филиала НАУФОР Елены ИВАНОВОЙ.

В номере помещены материалы круглых столов «Ключевые вопросы развития финансового рынка и индустрия» и «Тема года — новое законодательство о противодействии инсайду и манипулированию», которые проходили в рамках шестой ежегодной конференции НАУФОР «Российский фондовый рынок-2011: вызовы те же».

№6–7

В этом номере Дмитрий ГЛАЗУНОВ, управляющий партнер адвокатского бюро «Линия права», рассказывает об основных игроках на российском рынке юридических услуг и о перспективах государствен-

но-частного партнерства в России.

Генеральный директор ИК «Велес Капитал» Алексей ГНЕДОВСКИЙ говорит, что Германн из «Пиковой дамы» руководствовался правильными принципами, и почему следует предпочитать аргументы специалистов риск-менеджмента. Он утверждает, что за последние десять лет активное участие государства в экономике, агрессивный госкапитализм и жесткое вертикальное управление привели к концентрации в руках государства колоссальных промышленных активов. Следствием этого стала экономическая неэффективность, коррупция и другие абсолютно всем известные проблемы.

Роман ЛОХОВ рассказывает о создании компании «Открытие Капитал» как полноценного инвестиционного бизнеса, созданного на базе существовавших структур ФК «Открытие».

Очередной круглый стол НАУФОР был посвящен восстановлению рынка облигаций после кризиса и влиянию дефолтов на этом рынке в 2008-2009 годах на отношение инвесторов к этому инструменту.

Зав. отделом международных рынков капитала ИМЭМО РАН Яков МИРКИН рассматривает кризис как маятник, на амплитуду которого можно влиять, а следовательно, кризисы можно не только диагностировать, но и смягчать.

Распространенная на российском фондовом рынке модель бизнеса, основанная на привлечении и обслуживании клиентов, ищущих краткосрочную прибыль на рынке, все более очевидно демонстрирует свою несостоятельность. Выход лежит в реализации стратегии формирования долгосрочного инвестора, утверждает в своей статье профессор кафедры фондового рынка и рынка инвестиций НИУ ВШЭ Александр АБРАМОВ.

Проведенный в статье Кирилла ПЕНЗИНА (ММВБ) анализ показывает, что Россия радикально отстает в развитии биржевых товарных рынков не только от Запада, где подобные рынки на биржах существуют уже столетия, но и от стран БРИКС, в первую очередь, от Китая и Индии, где товарные рынки имеют существенно более короткую историю. Автор полагает, что признание товарных рынков в качестве важнейшего экономического института может быть подтверждено в долгосрочной Программе развития товарных рынков в РФ, принятой на правительственном уровне и тесно увязанной с планом создания международного финансового центра в России.

В номере публикуется репортаж о юбилейной десятой церемонии подведения итогов и награждения лауреатов Национального конкурса «Элита фондового рынка».

№ 8

Заместитель председателя правления Сбербанка Белла ЗЛАТКИС объясняет, что организовать крупное размещение без вовлечения хотя бы одного из глобальных финансовых центров сегодня практически невозможно, а Москве вполне по силам добиться существенного роста доли размещений внутри страны. Объединение бирж — правильный и давно назревший шаг в этом направлении

В этом номере председатель Правления НРД Эдди АСТАНИН рассказывает о способах получить совершенно особый track record, о стратегических целях на трехлетнюю перспективу и возможностях расширения на постсоветском пространстве. НРД имеет амбиции стать региональным центральным депозитарием, одновременно интегрируясь в глобальную инфраструктуру.

Участники круглого стола НАУФОР, посвященного новой экономической многополярности, говорят о том, что нынешний кризис не только экономический. Каковы могут быть последствия. Отмечалось, что ситуация в течение следующих пяти лет в глобальном масштабе может быть не самой радужной, но для России сохраняется возможность сократить дистанцию от лидеров мировой экономики. В связи со снижением рейтинга США агентством S&P эксперты говорят о том, что рушится еще один миф — что превосходство развитых стран позволяет им жить в долг, то есть, потреблять больше, нежели зарабатывать. А ведь достаточно долго казалось, что государственный и частный долг этих стран может расти вечно. Но чудес не бывает. Поэтому и разразился нынешний кризис.

Директор Центра развития фондового рынка Юрий ДАНИЛОВ предлагает ряд мер по созданию в России новой модели организации сбережений населения, поволяющей обеспечить экономику «длинными деньгами», равно как и стать достаточно устойчивым «якорем» для иностранных инвестиций и принести дополнительные доходы населению.

Директор Уральского филиала НАУФОР Радик АХМЕТШИН рассуждает о необходимости укрепления регионального бизнеса.

№9

Председатель Совета директоров ЗАО «Компьютершер Регистратор» Сергей БЕРЕЖНОЙ объясняет, каковы тонкие

различия в правилах SEC, регулирующих деятельность фондов на российском рынке. Он говорит также о противоречии между строящейся ритейловой моделью отечественного фондового рынка и построением инфраструктуры по Европейскому образцу, где частного инвестора практически нет.

Председатель Наблюдательного совета ГК «АЛОР» Анатолий ГАВРИЛЕНКО говорит о том, почему хорошему менеджеру не обязательно быть гением, а также о перспективах фьючерса рубль/юань.

О том, какая учетно-расчетная инфраструктура фондового рынка сложилась в России по факту и в чем состоят ее основные проблемы, дискутируют участники круглого стола НАУФОР.

Игорь КАЛГАНОВ, заместитель генерального директора компании «Инфосекьюрити Сервис», разъясняет ретроспективу, содержание, особенности и перспективы стандарта НАУФОР «Обеспечение безопасности персональных данных при их обработке в информационных системах персональных данных операторами — профессиональными участниками рынка ценных бумаг».

Заместитель генерального директора по комплаенсу и управлению рисками ЗАО «УралСиб» Ольга АМБРОЖЕВИЧ в своей статье раскрывает, как и какую дополнительную стоимость для бизнеса создает правильно построенный комплаенс.

В номере опубликован репортаж о первом совместном мероприятии объединяющейся биржи ММВБ-РТС.

№ 10

Чем характеризуется состояние идеального равновесия в инвестиционной компании и каким образом региональные брокеры сосуществуют с московскими, рассказывает генеральный директор ООО «Унисон Капитал» Андрей БАСУЕВ.

Главный экономист «Дойче банка» Ярослав ЛИСОВОЛИК анализирует ситуацию с долговым кризисом в Европе и отмечает, что скандинавские страны показывают очень хорошие результаты, несмотря на то, что модель социального государства там наиболее ярко выражена. Эта модель там предполагает не только социальные блага как таковые, но также и социальную ответственность. Социальная ответственность заключается в том, что наряду с высокими государственными расходами в Скандинавии имеют место и достаточно высокие доходы, собираемые госбюджетом.

В номере публикуются материалы четвертой ежегодной конференции «Российский фондовый рынок». На конференции поднимались самые актуальные вопросы развития индустрии профессиональных посредников на рынке ценных бумаг — как с точки зрения развития бизнеса, так и роли индустрии в развитии отечественной экономики, ее состояния, насущных проблем и перспектив развития. В рамках Уральской конференции состоялся также круглый стол «Перспективы развития индустрии брокеров: взгляд на бизнес».

Читателю предлагается обзор правовых вопросов, возникающих при заключении и исполнении договоров с ПФИ, связанных с вступлением в силу соответствующей статьи Закона «О рынке ценных бумаг».

В ноябрьском номере руководитель группы «Метрополь» Михаил СЛИПЕНЧУК рассказывает как из финансового бизнеса вырос огромный холдинг и о том, что для выживания иногда приходится выдумывать новые рынки; а также почему репутация рентабельна.

Дмитрий СТЕПАНОВ, партнер адвокатского бюро «Егоров, Пугинский, Афанасьев и партнеры», объясняет, почему строительство МФЦ привело к идее менять Гражданский кодекс. Существенно важным г-н Степанов полагает не только изменение закона, но и трансформацию сознания, в том числе взаимный образовательный процесс. В нашей стране есть очевидная разделенность бизнес-сообщества, давно оперирующего терминологией инвестбанкира, с одной стороны, и судейского академического сообщества, с другой. Для того чтобы диалог сторон был конструктивным, мы должны начать говорить на одном языке.

Участники круглого стола НАУФОР обсуждают причины стремительного роста доли российских эмитентов, проводящих первичные размещения за рубежом. Что необходимо сделать для преодоления этой негативной тенденции, какие нужны законодательные и организационные меры, в чем причина неудачи «народных» IPO с точки зрения развития отечественного фондового рынка — таковы вопросы обсуждавшиеся за круглым столом.

Варшавскую фондовую биржу часто называют символом успеха польских экономических реформ, она часто приводится в качестве ориентира для отечественного МФЦ. В статье шеф-редактора журнала «Вестник НАУФОР» Владимира КУЗНЕЦОВА анализируются причины польского успеха и его движущие силы.

Сергей Васильев
председатель совета директоров ИГ «Русские фонды»

Свой дом за свои деньги

За прошедшие годы был создан некий набор финансовых институтов, заточенных на то, чтобы гнать поток, вал

Председатель совета директоров инвестиционной группы «Русские фонды» Сергей Васильев рассказывает главному редактору журнала «Вестник НАУФОР» Ирине Слюсаревой о том, почему усиливать внутрироссийские офисы правильнее, чем создавать новые в Гонконге или Лондоне.

— Сергей Анатольевич, по какой логике строилась структура группы «Русские фонды»?

— Если попытаться короткой фразой описать «Русские фонды» как группу, то упрощенно это классический инвестиционный банк плюс фонд прямых инвестиций. Наше отличие от классического инвестиционного дома заключается, может быть, в том, что у нас в процессе исторического развития сложилась многобрендовая структура.

Действительно, для классического инвестиционного банка не вполне обычно, когда корпоративное финансирование, управление активами и брокеридж существуют под разными брендами. Например, управлением активами у нас занимается компания «Паллада Эссет менеджмент», корпоративное финансирование — исторически под «Русскими фондами», а брокеридж — под «Проспектом». (Точнее, сегодня наш брокеридж — это уже тоже несколько брендов: классический брокер «Проспект»; онлайн-брокер «Ай Ти Инвест»; есть еще украинский брокер «Укранет Проспект».)

Развиваясь, мы приняли для себя многобрендовую философию. Так сложилось. Мы начали историю как «Русские фонды», затем купили брокерскую компанию «Проспект», и показалось жалко убивать устоявшийся бренд. После «Проспекта» состоялся ряд сделок в области эссет-менеджмента, когда мы продавали, потом покупали и объединяли несколько компаний. В результате базовой компанией группы стала «Паллада Эссет менеджмент».

Большое количество брендов отличает нас от классического инвестиционного банка. Но по сути мы ничем не отличаемся от других. Хорошо это или плохо? В текущем состоянии финансового рынка мы видим в этом больше плюсов. Наверное, можно говорить о том, что приходится управлять многими брендами, тратиться на маркетинг. Но кроме этого, есть еще и вопросы мотивации, бюджетирования, бизнес-задачи,

которые стоят перед каждым подразделением, плюс уже накопившаяся под тем или иным брендом клиентская база. В совокупности сегодня правильнее и легче работать именно с такой структурой. Каждой из компаний можно ставить отдельные бизнес-задачи, и они будут их реализовывать именно как отдельные компании (не как подразделения чего-то целого). Это первое.

А второе — по ходу развития иногда возникает потребность в дополнительных партнерах, в разных видах бизнеса. Тогда правильнее иметь партнера в отдельном бизнесе, нежели мелкого миноритарного партнера в бизнесе общем. Мне кажется, когда сейлз или брокер имеет акцию какого-то холдинга, которая отвязана от его прямых проектов и результатов, то это менее интересно, чем если он заинтересован в акциях своей конкретной компании. В частности, исторически часть акций компании «Ай Ти Инвест» находилась во владении менеджеров. Мы считаем важным и далее развивать эту компанию в такой композиции. У нас есть отдельные партнеры и в компании «Проспект». Такая конфигурация нас устраивает, и в сегодняшних кризисных условиях она более устойчива.

Таким образом, все направления классического инвестиционного банка у нас присутствуют, но существуют под разными брендами.

Все остальные проекты группы — это, по сути, проекты прямых инвестиций, где мы участвуем, привлекая или свои средства, или средства партнеров, или ищем соинвесторов. В одних проектах у нас контрольный пакет, в других – блокирующий. Какие-то проекты мы продаем, какие-то покупаем. Весь остальной набор бизнесов (от добычи золота до туризма) — это проекты прямых инвестиций, в которых участвует группа.

Так что, при кажущемся многообразии, все достаточно просто и традиционно для инвестиционной компании.

— Когда в России начинался ценнобумажный бизнес, не было других моделей, кроме англосаксонской — которая подразумевает

крайне технологичный бизнес, масштабируемый, стерильный, жестко выдержанный в определенном формате. Не приходилось ли вам думать, что финансы могут иметь национальную специфику?

— Правильно ли в России инвестбанк делать в виде колхоза? Вы это имеете в виду?

— **Правильно ли делать инвестбанк в модели, учитывающей особенности нашей ментальности. И кстати, даже в англосаксонской модели загнать всех в одинаковые форматы не получается.**

— Я бы иначе взглянул на этот вопрос. На сегодняшнем рынке вообще происходит глобальная ломка стереотипов. Это касается и российского рынка, и, в большей степени, даже западного рынка.

Мне кажется, что водораздел проходит не между англосаксонской моделью и нашей (более общинной, что ли). Финансовый кризис ведет к слому модели всеобщей глобализации. А модель нашего финансового рынка в последние годы была подстроена именно под глобализацию. То есть, говоря более детально, за прошедшие 20 лет был создан некий набор финансовых институтов. Основной их задачей была гонка за глобализацией. Под нее подстраивался финансовый рынок, в частности, инвестиционные банки. Технологизированность, о которой вы говорите, была заточена на то, чтобы гнать поток, вал. Скажем, еще десять лет назад в России не было массового ритейлового кредитования. То, что у нас банки будут заниматься потребительским кредитованием, если честно, даже в голове особенно не укладывалось. А к 2008 году это стало нормой жизни. Так работал весь мир — Америка, Европа, Азия. Шло массовое кредитование всего и вся, за счет чего достигалось увеличение потребительского спроса.

Все банковское сообщество в России перестраивалось под эту модель. Выросла масса новых банков и подразделений банков.

Если касаться фондового рынка, то и практика проведения IPO, и правила работы через биржевые структуры (которые были источником ликвидности) вынуждали крупных российских эмитентов или выпускать глобальные расписки (ADR, GDR), или проводить первичное размещение на Западе. Это тоже было веянием времени, потому что глобальные рынки собирали ликвидность в тех местах, где ее легче собрать. Глобализация подстраивала под себя инфраструктуру российского рынка. Ведущие инвестбанки затачивали себя под крупные размещения на западных площадках. Тот факт, что деньги были там и эмитенты легко там размещались, настраивал практически всю нашу внутреннюю структуру. И вопрос не в том, была ли у нас англосаксонская или другая модель инвестбанков. А в том, что приходилось работать так, как это можно было продать на рынок.

В 2008 году, мне кажется, случился слом. Тема глобализации уходит в прошлое. Так, как раньше, финансовая система работать уже не может. Потому что нет вала IPO, нет вала по выпускам евробондов. Происходят разовые сделки, иногда крупные, но разовые.

Но потока, для которого нужна существующая финансовая инфраструктура, уже нет. Поэтому происходит ломка всего рынка. Вследствие этой перемены в рынке и возникают некие национальные черты — их привносит деглобализация и локализация.

Отсюда вопрос — как должны быть устроены инвестиционные банки в ситуации, когда уже не существует того потока сделок, который вчера был нормой дня?

Российские финансовые институты должны заняться упорядочением работ в собственном доме. Прежде ни у кого мысли об этом не было: все решали задачу продвижения в глобальное пространство. Сегодня, на мой взгляд, это задача вчерашнего дня, и если кто-то играет в этом направлении, то проиграет. У «Русских фондов» нет офиса в Лондоне или Гонконге, и когда я слышу, что российская компания открывает там свой офис, мне это кажется большой ошибкой. Скорее, нужно усиливать офисы внутрироссийские, думать, как в России заниматься развитием финансового рынка.

Правильнее иметь партнера в отдельном бизнесе, нежели мелкого миноритарного партнера в бизнесе общем. Мне кажется, когда сейлз или брокер имеет акцию какого-то холдинга, которая отвязана от его прямых проектов и результатов, то это менее интересно, чем если он заинтересован в акциях своей конкретной компании.

— **Нельзя сказать, что крупные московские игроки невнимательно относятся к регионам. Практически все они уже туда пошли. Каким же образом можно усиливать установку на локализацию? Если расширять региональную сеть, то у нее есть естественные ограничители. Сколько денег можно собрать в регионах, чтобы это имело экономический смысл?**

— На брокерское сообщество, которое пошло в регионы или работает там, я смотрю вполне позитивно. Возможно, они единственные занимаются сегодня востребованным продуктом — внутренним инвестором. Этот рынок может быть наиболее перспективен в том плане, что тут есть куда копать

дальше. И если тенденция деглобализации будет продолжаться (а все к этому идет), то кроме как заниматься внутренним рынком, нам ничего более не останется.

Я говорю не об увеличении количества офисов в регионах. Сейчас время высоких технологий, и удаленность — не проблема. Давайте посмотрим, участвуют ли в брокерском обслуживании российского населения западные брокерские дома. Вы увидите, что этим занимаются исключительно российские брокеры. Скажем, западные банки занимаются страховым или банковским рынком, но западных игроков как класса нет вообще в российском брокерском ритейле. Потому что это не соответствует идее глобального рынка.

На мой взгляд, брокерскому сообществу правильно заниматься внутренним рынком. Тут есть только две поляны — частный инвестор и крупный институциональный клиент (типа пенсионных фондов). И оба эти внутренних рынка сегодня растут. Или, по крайней мере, с ними активно работает брокерское и инвестиционно-банковское сообщество.

Фетиш западного инвестора, на мой взгляд, уже всем поднадоел. Западный спекулятивный капитал приходит и уходит, и его присутствие на российском рынке определяется не внутренними условиями, а погодой на глобальных рынках.

— Большие транснациональные потоки далеко не всегда положительно влияют на российский рынок. Известно, что они приходят, сметая все на своем пути, и таким же образом уходят. Но инвестиции – это все-таки хорошо. Поэтому, может быть, условия приема западных инвесторов надо просто как-то поменять?

— В теории инвестиции это хорошо. Но, на мой взгляд, для страны важнее прямые инвестиции, которые делаются и транснациональными компаниями, и внутренними инвесторами. Это безусловное добро. А если какой-нибудь западный хедж-фонд перевел деньги, чтобы скупить акции на месяц, а через месяц их все продать, то разве он принесет какую-то пользу?

— Российскому брокеру, через которого он эти деньги крутил, — да.

— Брокеру, может быть, да. Но только если он купил бумаги, привлек к ним внимание, а потом частные инвесторы скупили эти акции уже по более высокой цене, а на следующем этапе западный участник эти активы продал, ушел и обвалил рынок, и дальше российский инвестор вынужден терпеть убытки… Я бы не сказал, что это хорошо.

Скажем, эффект так называемых народных IPO заключался примерно в этом. Спекулятивный западный капитал своим присутствием привел на фондовый рынок сотни тысяч мелких частных инвесторов, которые скупили акции, думая, что они и дальше будут расти. Потом спекулятивный капитал резко ушел, акции обесценились в два раза и спрос чисто внутренних инвесторов уже невозможно поднять.

Чем отличается внутренний инвестор от западного спекулятивного? Тем, что он никуда не уходит. А капитал, который приходит, чтобы завтра уйти, — он как дорогой краткосрочный кредит. Собственный дом хорошо строить за свои деньги, а не за чужие под большой процент.

— Как же тогда правильно поступать? Мы же не можем сказать западным хедж-фондам: пошли вон.

— У нас получается смешная ситуация. Если посмотреть, сколько денег российские компании получают от торговли российскими ресурсами (которые потом уводят на Запад), то по сравнению с ними те крохи, которые нам приносят западные инвесторы, являются просто мелкими подачками. То есть Россия выводит на Запад гораздо больше своих ресурсов, чем возвращает обратно в виде мелкого спекулятивного капитала. Задача в том, чтобы внутренний инвестор оставлял свой капитал здесь, инвестировал здесь. Это за глаза будет больше, чем гоняться за спекулятивными хедж-фондами. Внутренний инвестор обеспечит гораздо более устойчивую базу роста.

Когда я говорю о внутреннем обустройстве, то имею в виду набор инфраструктурных, институциональных, прочих изменений, которые способствовали бы тому, чтобы капитал, зарабатываемый в России, здесь и оставался. И для страны этого будет достаточно.

Есть эффект магнита. Если мы создадим условия для того, чтобы внутренний инвестор здесь оставлял деньги и здесь инвестировал, то западный придет к нам сам. И это будет уже долгосрочный инвестор. Сегодня же наши инвестдома в большей степени идут за спекулятивными инвесторами.

Долгосрочные стратегии — это все-таки большие бизнес-конгломераты, производственные структуры, промышленные гиганты. Они в принципе приходят в Россию. Это нефтепереработка,

Чем отличается внутренний инвестор от западного спекулятивного? Тем, что он никуда не уходит. А капитал, который приходит, чтобы завтра уйти, — он как дорогой краткосрочный кредит. Собственный дом хорошо строить за свои деньги, а не за чужие под большой процент.

автомобилестроение, пищевая промышленность. Такие сделки являются большим благом для страны. А выстраивание инфраструктуры национального рынка под спекулятивный капитал, на мой взгляд, ошибочно.

— Что в первую очередь надо делать для того, чтобы переориентироваться на внутренний спрос?

— Директивными методами ничего сделать нельзя. И я говорю о внутреннем инвесторе не потому, что звучит патриотично, а потому, что нас жизнь сама заставит этим заниматься.

Что я имею в виду конкретно? В частности, в рамках НП РТС мы взялись за создание российского рейтингового агентства. Мы считаем это принципиальным шагом.

Сегодня половину рынка российских рейтинговых услуг занимает «большая тройка» — S&P, Moody's, Fitch. Они рейтингуют крупных эмитентов типа «Газпрома», для того чтобы те делали фандрайзинг на западных площадках. Агентства также рейтингуют ряд банков и страховщиков — опять-таки для того, чтобы эти банки могли занимать деньги где-то на Западе. Американские рейтинговые агентства играют в свою игру — это привлечение игроков на свой рынок и обустройство американского (или внешнего глобального) рынка. Никому из них нет дела до рэнкингования, сегментирования и упорядочения российского рынка. А именно этого российскому рынку не хватает.

Мы до сих пор не провели четкого распределения российских банков, страховых компаний, инвесткомпаний, эмитентов. Всех! Не только избранных, которые заплатили по миллиону долларов за свой рейтинг. В России тысячи эмитентов, тысячи игроков, и до них у «большой тройки» никогда руки не дойдут.

Заниматься этой мелочью (условно) — значит заниматься устройством собственного дома. Вот когда на нашем рынке все будет отрейтинговано и отрэнкинговано, тогда и внутренний инвестор разберется в своих инвестициях. Потому что основой для упорядочения работы являются рейтинги.

У нас все инвесторы торгуют двумя бумагами — Сбербанком и Газпромом, — потому что других бумаг нет.

Можно ли создать рейтинговое агентство как игрока внутри России? На наш взгляд, это возможно... я думаю, что логика текущих изменений (в сторону локализации) заставит создать здесь крупного локального игрока, который смог бы создавать внутренние рейтинги и рэнкинги всего, что происходит в России. Для того чтобы нам всем на этом рынке было удобней работать.

И это вопрос не только про то, проводилось ли IPO здесь или там.

Мы все наперегонки снимали сливки с российского рынка, а его внутренней структурой не занимались. Но рынок гораздо более глубок, он многим даст возможность работать и зарабатывать, — и в частности, самим рейтинговым агентствам. А в последующем и брокерскому, и инвестбанковскому сообществу.

Можно ли создать рейтинговое агентство как игрока внутри России? На наш взгляд, это возможно. Понятно, что есть частные, личные интересы акционеров рейтинговых агентств. Но я думаю, что логика текущих изменений (в сторону локализации) заставит создать здесь крупного локального игрока, который смог бы создавать внутренние рейтинги и рэнкинги всего, что происходит в России. Для того чтобы нам всем на этом рынке было удобней работать. Тогда появится и больше инструментов, и понимания этих инструментов, и, соответственно, будут лучше настраиваться связи.

Возможно, с нашим участием эти события произойдут быстрее.

Важно, чтобы рейтинги действительно были всеобъемлющими, охватывали максимальное количество эмитентов, были реальным знаком качества для всех игроков, а отсутствие в таком рейтинге было реальной черной меткой в глазах рынка. И, наоборот, не было бы погони за сиюминутными задачами вроде «мне надо разместить евробонд, поэтому срочно нужен рейтинг S&P» и так далее. Национальное рейтинговое агентство — вполне конкретная задача. И на самом деле не столь сложно реализуемая. Когда НП РТС инициировало такие разговоры, мы увидели общее согласие участников рынка рейтинговых услуг. Все видят, что эта отрасль больна и не работает на задачу упорядочения внутреннего рынка.

— Сейчас на рынке рейтингования есть несколько национальных игроков. Вы считаете, что объединить их на какой-то понятной идейной платформе — это техническая задача?

— Примерно так. Если бы нескольким акционерам удалось договориться об объединении плюс добавить какие-то сопутствующие бизнесы (возможно, систему раскрытия информации, в том числе). Существование в чистом виде рейтинга не будет коммерчески оправданным. А если создать какой-то устойчивый холдинг, который и с финансовой точки зрения был бы обеспечен, и являлся важным элементом рынка, то он бы стал мощным инфраструктурным игроком. На сегодня этого нельзя ска-

зать ни об НРА, ни о РА «Эксперт», ни еще о ком-то. И тому, что они не стали элементом инфраструктуры, есть много объяснений. В частности, поведение западных агентств более важно для крупных российских банков, чем поведение агентств внутренних.

Но повторюсь, отношение к этому будет меняться, и это произойдет даже без участия НП.

Надеюсь, что в течение года это произойдет.

— Какие еще проекты осуществляет НП РТС?

— Если говорить о других важных проектах НП, то, скажем, если велением времени наши фондовые биржи объединились, то что-то подобное должно происходить и на товарном рынке. Сегодня товарные площадки — разрозненные игроки. Это, по большому счету, несерьезно и не соответствует задачам дня. А главное, не соответствует тем задачам, которые могла бы решать товарная биржа на российском рынке. Когда страна является центром добычи, производства и продажи ресурсов, то коммодити могут стать важным объектом биржевой торговли на национальном рынке.

Мы в НП считаем эту проектную инициативу стратегически важной, и она, в частности, расширит поле работы для брокерского сообщества. Технологии финансового рынка и уровень компетенции его специалистов гораздо выше, чем на товарных площадках. Фондовые брокеры могли бы привнести позитивные изменения на товарный рынок.

Еще одна тема — огосударствление рыночных структур. Это тоже тенденция. Не буду говорить, хороша она или плоха, но финансовому сообществу надо перестраивать свою работу соответственно этому. Эпоха разгульного частного предпринимательства в инвестбанковской среде проходит. По крайней мере, нужно понимать, как взаимодействовать с государством и настраивать свою работу по-новому.

Скажем, одна из новых тенденций — государственные закупки в электронном виде. Это изменение сыграло серьезную роль на финансовом рынке. Электронные закупки являются более прозрачными, придают всему процессу биржевой характер, по-новому настраивают инфраструктуру. В частности, у НП РТС есть проект «РТС-тендер», он очень активно развивается. Мы следим за тенденциями на рынке государственных корпоративных закупок.

Предстоят все-таки непростые времена. По многим прогнозам, инвестбанковское сообщество должно уменьшиться. А за эти годы мы воспитали много вполне квалифицированных сотрудников, которые должны встраиваться в сегодняшние реалии. Они, например, могут найти себе применение на товарном рынке.

— Когда мы говорим о локализации рынков, предполагается ли, что будут усиливаться какие-то связи в ближнем зарубежье? Можно ли считать, что движение в этом направлении вообще происходит и его следует приветствовать?

— Безусловно, это движение происходит. Есть два вполне достойных рынка — Украина и Казахстан, которые так или иначе уже вовлечены в связи с Россией. И финансовые рынки России, Украины и Казахстана должны (рано или поздно) стать едиными. Это абсолютно достижимая задача.

Понятно, что есть Белоруссия и другие страны СНГ, но это не столь большие рынки.

Финансовый рынок Украины — просто слепок российского рынка. Там активно работает Сбербанк, есть ВТБ, есть украинский «Юникредит», который подчиняется российскому «Юникредиту» (итальянский банк управляет украинским через российский офис).

Если говорить о фондовом рынке, то ММВБ купила украинскую площадку ПФТС, а РТС учредила Украинскую биржу. То есть налицо наша картина трехлетней давности — две биржи. Рано или поздно произойдет объединение ПФТС с Украинской биржей (где будут представлены все инструменты, от внутренних государственных облигаций до акций, фьючерсов, опционов) на единой технологической платформе. Даже без политического объединения финансовый рынок России и Украины будет единым.

Рано или поздно произойдет объединение ПФТС с Украинской биржей (где будут представлены все инструменты, от внутренних государственных облигаций до акций, фьючерсов, опционов) на единой технологической платформе. Даже без политического объединения финансовый рынок России и Украины будет единым.

Что касается брокерского сообщества, то на Украине уже работают и «Альфа», и «Открытие», и «Алор»; давно присутствует «Тройка», «Ренессанс», есть наш «Проспект», думаю, туда придет «Ай Ти Инвест» со своими технологиями. Так или иначе, этот рынок будет в зоне российского влияния.

В Казахстане все может быть по-другому, но он так же позитивно смотрит на объединение финансовых рынков и на Таможенный союз.

Концентрация ликвидности на этих рынках возможна, и это реалии дня. Это более реализуемая задача, чем, например, открытие офиса в Гонконге.

— Каким образом вы ставите цели для инвестгруппы? Стремитесь занять такую-то долю рынка? Или выстраиваете целеполагание иначе?

— Доля рынка всегда считается достаточно трудно, потому что здесь надо быть конкретным. Просто доля – она достаточно ни о чем. Когда обороты ММВБ делят по брокерам, все это очень условно. Одно дело — оборот крупного фонда, другое — высокочастотный робот.

Тем не менее мы ставим себе задачу быть на каждом рынке в десятке-двадцатке лидеров. Мы присутствуем на брокерском рынке, в управлении активами, в корпоративных финансах, в пенсионной отрасли. И везде входим в десятку-двадцатку крупных игроков.

Задачи, которые мы ставим нашим компаниям в текущем режиме, — быть самодостаточными. Быть устойчивой компанией, быть прибыльным бизнесом, иметь возможность развиваться с существующей клиентской базой при том, что в общем рынок будет, скорей, стагнировать.

Хотя ряд сегментов рынка будет активно развиваться. Например, рынок пенсионных накоплений. Он растет быстрыми темпами, опять-таки, с неким государственным участием. Но так не растет страховой рынок, так не растет рынок коммерческого банковского бизнеса. Брокерский ритейловый бизнес может расти, причем быстрее, чем сегодня. Количество инвесторов настолько мало по сравнению с потенциалом, что смена приоритетов (на внутреннего игрока) может привести к сильному росту.

Поэтому, если еще раз говорить о целеполагании, то, скорее, наша базовая цель — прибыльность каждой из компаний в конкретной отрасли. А вторым

пунктом уже идет присутствие в лидирующей группе.

— Вы пришли на рынок, ничего о нем не зная, студентом-физиком. Какие принципиально важные вещи вы узнали о финансах с тех пор?

— Я до сих пор помню момент, когда понял, что деньги могут двигать миром. До этого у меня такой мысли не возникало.

В Советском Союзе нас мотивировало что-то другое. И уж точно не деньги. Тогда, даже если денег было много, на них нечего было купить. Поэтому и отношение к ним было никакое.

Но потом в какой-то момент я зримо ощутил, что появился инструмент, который может менять мир. Есть проект, есть деньги — и начинается реальное движение. Когда я для себя это понял, то занялся, в частности, фондовым рынком.

Сейчас для себя я понял еще одно — что деньгами движимо не все. Меня, например, завести вопросом заработка или прибыли уже трудно. Зато стал сильнее интерес к инфраструктуре, каким-то системным вопросам. Выстраивание бизнеса на системной основе для меня сейчас более интересно.

На физтехе мы все, в принципе, учились делать открытия, новые проекты, потому что только тогда жизнь интересна. И как несостоявшийся ученый я в себе это до сих пор держу.

Сделки «купи-продай» — это текучка дня, но всегда хочется чего-нибудь новенького.

— Что новое вы сейчас генерируете?

— Недавно мы запустили проект, который назвали «SecondShares». Это система по торговле некотируемыми бумагами. Есть несколько западных аналогов (SharesPost, SecondMarket), на которых торгуются, например, акции компаний Фейсбук, Твиттер. Понятно, что объединенная биржа соберет ликвидность по торгуемым бумагам и приведет на свою площадку желающих торговать эмитентов. Тем не менее мы видим большой пласт известных брендов, которых до сих пор на бирже нет, — по тем или иным причинам. И таких компаний много. В России 40 тысяч акционерных компаний, а на бирже торгуется всего 5% из них. Системы для организованной торговли бумагами остальных 95% нет, точнее, не было. Ими разрозненно занимаются инвестбанки, что уже не отвечает сегодняшней парадигме дня. В России много эмитентов и компаний, которые достойны торговли без вывода на биржу. Также наша система может работать как площадка для предIPO.

Это проект интересен мне и тем, что создана технологизированная система для операций по корпоративному финансированию, и тем, что он носит инфраструктурный характер. Такой площадки на российском рынке не хватало. Есть внебиржевое движение купли-продажи каких-то пакетов, эти пакеты видит ограниченное количество игроков. А систематизация такого поиска спроса и предложения является важным элементом обустраивания внутреннего рынка.

— Как это устроено институционально? На бирже есть отдел листинга, структуры ИТ и прочее. А в вашей системе?

— Существует огромный рынок. Его создают инвестиционные компании, банки, инвестбутики, которые ходят по рынку и ищут компании на покупку, на продажу, перепродажу. И есть держатели пакетов, которые приходят к инвестбанкам. Все эти сделки решаются на уровне брокерских договоров, консультирования. Получается такое большое море (или болото) обсуждений.

— Изменится система обмена информацией? Грубо говоря, раньше вы с партнерами бесконечно встречались в ресторанах и обсуждали параметры сделки, а тут появилась информационная система.

— Это один из трендов по отношению к инвестбанкингу как к бизнесу.

Рынок на сегодняшний день сильно изменился. Существует масса компаний, которые делают research, масса компаний, которые делают аудит. В принципе, нет задачи прийти в один инвестиционный банк, чтобы тебе сделали там все сразу и в комплексе. Процессы упростились. Задачу, которую прежде взваливал на себя инвестбанк, можно превратить в простой обмен информацией.

В большом наборе объектов и сделок нет никакой сложности, никакой сакральности. Часть процедур можно технологизировать. Ничего сложного, повторю. Но, как ни странно, ничего подобного на российском рынке до сих пор не было.

Например, через тот же SecondMarket начал делать свои сделки Фейсбук. Почему? Потому что Цукерберг как основной акционер компании не хотел проводить IPO, но при этом он раздал менеджменту акции по опционной программе. А компания уже оценивалась в большие деньги. Поэтому рынок «потребовал», чтобы этими активами было где поторговать. Началась активная торговля акциями компании Фейсбук, хотя это не биржевая торговля.

Зачем нам дорогие процедуры биржевого листинга, если можно просто купить-продать акции между двумя контрагентами, уложив все это в небольшие комиссии.

Честно говоря, даже не знаю, сколько этот проект принесет денег, но очень интересно его сделать. Иногда пытаешься запустить что-то «чисто из интереса» и посмотреть, что получится. ◻

Евсей Гурвич
руководитель Экономической экспертной группы,
зампредседателя Общественного совета
при Министерстве финансов

Цена бюджета

Власть извлекла из кризиса 1998 года на удивление правильные уроки. Но потом запас здравого смысла исчерпался

Руководитель Экономической экспертной группы Евсей Гурвич рассказывает главному редактору журнала «Вестник НАУФОР» Ирине Слюсаревой, почему, если нужны эксперты по определенной экономической проблеме, то каждый раз ими оказываются одни и те же люди.

— Евсей Томович, как вы прокомментируете итоги выборов в Государственную думу? Радуют они вас как экономиста — или огорчают?

— Краткосрочные последствия выборов, скорее всего, окажутся негативными, потому что левые (точнее, левопопулистские) партии увеличили свое представительство в Думе. Боюсь, это ослабит бюджетную политику — будет идти давление в сторону увеличения социальных расходов, не всегда ответственной бюджетной экономической политики.

В долгосрочном плане эти итоги, скорее, положительные, потому что мы сделали шаг от монополии одной партии. В будущем конкуренция заставит эту партию, с одной стороны, проводить более ответственную политику с учетом реакции избирателей; с другой стороны, она будет осваивать навыки диалога, а не просто штамповать решения, которые где-то были подготовлены. Это дает надежду, что в стране появятся элементы публичной политической жизни, которых до сих пор практически не было.

— Прозвучали слова о том, что бюджет может оказаться под угрозой. Как вы прокомментируете нынешнее состояние бюджета?

— К сожалению, за последние несколько лет наша бюджетная политика серьезно ухудшилась.

До 1998 года у нас была на редкость безответственная бюджетная политика, которая кончилась кризисом. Власти извлекли из того кризиса на удивление правильные уроки, и на протяжении последующих десяти лет нашу бюджетную политику часто ставили в пример другим странам. Но как раз через десять лет запас здравого смысла, который был получен в 1998 году, исчерпался. Причем это время пришлось на мировой финансовый кризис.

Прежде всего, мы стали ориентироваться на текущие, а не долгосрочные интересы. Одновременно ухудшилось качество, структура расходов. Перед

кризисом национальным бюджетным приоритетом были продуктивные расходы — национальная экономика, образование, здравоохранение. В ходе кризиса на первый план вышла социальная политика. Была проведена пенсионная реформа, в ходе которой на пенсии дополнительно выделены почти 4% ВВП. Это примерно равняется всем расходам страны на образование, или здравоохранение. А сейчас начинается пошаговое увеличение расходов на оборону. Соответственно, продуктивные расходы в структуре ВВП сокращаются. Это означает, что бюджетная система страны работает в ущерб перспективам развития, в ущерб будущему.

Нельзя сказать, что у России сейчас высокие по сравнению с другими странами макроэкономические риски. В этом году ожидается профицит бюджета, на следующий год Закон о бюджете предусматривает лишь небольшой дефицит. По сравнению с другими странами у нас маленький государственный долг (порядка 10% ВВП), сохраняется «заначка» в Резервном фонде. Но сейчас не только ухудшилась структура расходов, но, кроме того, процесс принятия расходных обязательств стал бессистемным, хаотическим. Сначала принимаются обязательства, а потом под них ищется финансирование. Если принимаемые решения не согласуются с нашими будущими доходами и предстоящими расходами, то мы сами создаем для себя серьезные риски. Еще один важный недостаток нашей политики — слабая предсказуемость обязательств и налоговой нагрузки. Скажем, тенденция 2000-х годов, когда увеличивались налоги в нефтяном секторе и снижалась налоговая нагрузка во всех остальных отраслях, была понятна. После этого неожиданно, без видимых причин и внятных объяснений, повышены ставки социальных налогов. Непредсказуемая налоговая политика подрывает привлекательность инвестиций в российскую экономику.

— СМИ правой ориентации (и не только) сильно стонали по поводу ухода Кудрина, считая его неким гарантом бюджетной стабильности.

— Правильно. В любой стране экономическая политика устроена так, что есть линейные министерства, которые лоббируют свои группы расходов. У нас Министерство социального развития лоббирует расходы на социальное развитие, Министерство обороны — расходы на оборону, Министерство сельского хозяйства — на сельское хозяйство, Министерство экономики — и инвестиции в экономику, и снижение налогов (для ускорения роста производства). Хороший министр финансов должен в одиночку противостоять этому давлению. Если он этого не хочет или не может делать, неизбежно растет бюджетный дефицит, потом госдолг, потом стоимость заимствований (в том числе для частного сектора). Кудрин 12 лет оставался успешным лоббистом макроэкономической стабильности. Но нужно признать, что это было бы невозможно без поддержки Путина. Если мы посмотрим бюджетные послания президента (когда им был Путин), то все они ориентированы на макроэкономическую стабильность. Естественно, без решений Путина не был бы создан ни Стабилизационный фонд, ни механизм нефтегазового бюджета. Но последние годы Путин явно изменил свои приоритеты. Пенсионная реформа – это откровенная уступка популизму, при том, что долгосрочные проблемы самой пенсионной системы не решены. И власти сами это признали.

Уже объявлено, что в 2014 году будет запущена новая пенсионная реформа.

То есть дело, скорее, не в том, что ушел лично Кудрин (хотя это в любом случае плохо), а в том, что он ушел, поскольку утратил поддержку первых лиц в отношении политики защиты макроэкономической стабильности.

— С какой целью можно жертвовать макроэкономической стабильностью?

— Сиюминутные политические цели могут преобладать над долгосрочными макроэкономическими. Здесь нет ничего необычного, такое наблюдается во многих странах. Проблема в том, что сильная макроэкономическая политика была нашим единственным конкурентным преимуществом на фоне провального бизнес-климата. Не видно, чем мы теперь способны привлечь инвесторов.

— Почему в России не удалась пенсионная реформа? И еще вопрос. Лет 10–15 назад в мире наблюдалась эйфория по поводу того, что найден некий «философский камень» — накопительные пенсионные системы. Но мне не кажется, что сейчас кто-то из серьезных людей продолжает думать, будто накопительная система — это универсальное решение пенсионной проблемы.

— По первому вопросу: почему наша пенсионная реформа пошла косо и как ее можно поправить.

Думаю, дело в том, что в 2000-е годы в России пытались проводить серьез-

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.

ные комплексные реформы, но (за небольшими исключениями) отбирали из них только популярные. К изменению пенсионной схемы все страны подталкивает ухудшение демографической ситуации. В России оно принимает особенно острую форму. В других странах демография ухудшается за счет увеличения численности пожилого населения из-за роста продолжительности жизни. У нас же к этому добавляется сокращение численности населения в рабочем возрасте.

— Каково будет соотношение людей по возрасту?

— В ближайшие 20 лет пропорция между численностью граждан в рабочем и в пенсионном возрасте ухудшится в полтора раза.

На самом деле такая пропорция (которая определяет возможности распределительной пенсионной системы) сходна во всех странах, но со сдвигом во времени. Серьезные изменения этого показателя начались в развитых странах, потом продолжились в среднеразвитых, теперь уже доходит до стран с низким уровнем развития. Россия в этой тенденции идет, скорее, по графику развитых стран, хотя развитой страной и не является.

Никто не может избежать этой тенденции, и всем странам приходится решать проблему старения. Многие страны в качестве ответа переходят к накопительной системе. Кроме того, все большее число стран признает неизбежность повышения пенсионного возраста. Причем в конечном итоге это должно стать процессом — пенсионный возраст нужно привязывать к продолжительности жизни и поддерживать постоянное соотношение между ними. В ближайшие 20 лет ожидается рост продолжительности жизни в России на 7% — пропорциональная коррекция означает тогда повышение «порога» выхода на пенсию на четыре года.

Казахстан повысил пенсионный возраст еще в 90-е годы. Когда Россия в 2002 году провела пенсионную реформу, нуж-

но было объявить о том, что, скажем, с 2012 или 2015 года начнется процесс постепенного повышения пенсионного возраста. Потому что такие вещи нельзя объявлять с понедельника на вторник! Это было тогда легче сделать и политически, поскольку о том, что случится через 10–15 лет, у нас заботится не так много людей. А за такой срок люди привыкают к неприятной мысли, успевают построить жизненные планы. Поэтому вынести предупреждение о повышении пенсионного возраста было правильно со всех точек зрения.

Но тогда власти не пошли на эту непопулярную меру.

Да и сейчас продолжают уходить от нее, пряча голову в песок. Но ведь повышать пенсионный возраст придется все равно, только в более болезненной форме. Либо мы повышаем пенсионный возраст, либо увеличивается разрыв между пенсиями и зарплатами, а он и так достаточно велик даже после того, как пенсии сильно повысили в 2010 году.

В 2007 году отношение пенсий к зарплате упало до 23%, а в 2010 году оно повысилось до 37%.

Но здесь есть и политический аспект. Сегодня пенсионеры формально составляют примерно 35% электората, но они более активны. Если брать эффективный электорат (не тех, кто имеет право голоса, а тех, кто реально голосует), то здесь пенсионеров, думаю, не менее 40%. По демографическим прогнозам, через десять лет доля пенсионеров в общем числе граждан, имеющих право голосовать, достигнет 45%. С учетом их повышенной электоральной активности они станут большинством от эффективного электората.

Фактически пенсионеры — это группа людей, интересы которых связаны с увеличением потребления. То есть в стране сформируется электоральное большинство, поддерживающее интересы потребления, а не производства. После этого уже вряд ли можно будет когда-либо поднять пенсионный возраст. Страна окажется в ловушке. Имеется максимум десять лет на решение этой проблемы.

— То есть вы не прогнозируете, что после президентских выборов пенсионный возраст будет повышен достаточно быстро?

— До сих пор власти не только отказывались принимать само решение, но даже отрицали наличие проблемы. Уже перед самыми выборами говорилось, что нет необходимости в повышении пенсионного возраста. Эти заявления затруднят принятие такого решения сразу после выборов. Власти фактически отрезают себе возможность сделать это быстро, хотя времени совсем в обрез — известный срок между объявлением необходимости повышения возраста и самим шагом все равно должен пройти.

Теперь по поводу накопительной системы — о том, что это якобы такая волшебная палочка, которая сама решает проблемы старения.

На самом деле деньги ниоткуда сами не берутся. Поэтому если население стареет, то при прочих равных разрыв между пенсиями и зарплатой будет точно так же увеличиваться как в распределительной, так и в накопительной системе. Но разница есть. Она не экономическая, а политэкономическая. Распределительную систему организует государство. Оно под свою ответственность просит людей платить взносы сейчас и направляет их на пенсии другим людям. Люди, которые платят за чужие пенсии сегодня, рассчитывают, что государство им тоже будет выплачивать достойную пенсию, когда они состарятся. Значит, в этой системе ответственность за будущие выплаты берет на себя государство.

Накопительная система отличается тем, что в ней государство выходит из игры. Оно обязывает пенсионера самостоятельно копить себе на старость. Соответственно, при увеличении продолжительности жизни пенсионер будет получать пенсию меньшего размера, но он не сможет предъявить государству никаких претензий. И теоретически он тогда должен либо дольше работать, либо платить больше взносов, пока работает. То есть меняются стимулы.

В первом случае у работника есть стимул протестовать против повышения взносов, пока он работает (так как повышенные взносы идут кому-то другому), и требовать более высокую пенсию в старости, потому что высокая пенсия финансируется за счет кого-то другого. Во втором случае работник может быть заинтересован в более высоких взносах, потому что это его будущая пенсия, и он может быть заинтересован в более высоком пенсионном возрасте, потому что это тоже означает для него более высокую пенсию. В накопительной системе есть свои проблемы. Поэтому Чили, которая первая ввела у себя такую систему, сейчас одновременно ввела и распределительную.

Накопительная система отличается тем, что в ней государство выходит из игры. Оно обязывает пенсионера самостоятельно копить себе на старость. При увеличении продолжительности жизни пенсионер будет получать пенсию меньшего размера, но он не сможет предъявить государству никаких претензий. И тогда должен либо дольше работать, либо платить больше взносов, пока работает. То есть меняются стимулы.

Кризис показал, что из-за неустойчивости финансовой системы в пенсионной системе могут возникать проблемы, связанные с цикличностью на фондовых рынках. Люди, выход которых на пенсию совпал с провалом на финансовых рынках, получат низкую пенсию. Возможно, она будет сильно ниже пенсии тех, кто вышел на пенсию через два года после обвала на рынке ценных бумаг (или за два года до него). Это тоже трудно объяснить людям. Но, например, тот же НАУФОР может предлагать на последние пять лет перед выходом человека на пенсию переводить накопительную часть в консервативный портфель, который не может обвалиться, для того чтобы снизить риски выходящих на пенсию людей. Ну и второе — следует иметь смешанную пенсионную систему, как сейчас в Чили, совмещающую накопительные и распределительные компоненты.

Возвращаясь к причинам относительной неудачи пенсионной реформы, я могу предположить, что мы не были вполне готовы к ней, провели ее «на вырост». Думаю, наша финансовая система не была готова к развитию накопительной пенсионной системы. Как минимум недоставало доверия граждан к негосударственным финансовым институтам. Мы видим, что до сих пор подавляющее большинство пенсионных накоплений управляются государственной компанией, которая, как известно, консервативно инвестирует в государственные облигации, дающие отрицательную реальную доходность. И в таком виде, конечно, накопительная система бессмысленна, хотя низкая доходность инвестирования не является недостатком вообще накопительной системы как таковой. В большинстве других стран — и развитых, и развивающихся — накопительная система дает вполне приличную доходность. По данным ОЭСР, в среднем за 15 лет реальная доходность составила 6% в развитых странах и 8% — в развивающихся странах.

— Но что можно сделать в понижательной стадии делового цикла, когда все финансовые рынки падают?

— Я говорю о ситуации до кризиса. В той части российской накопительной пенсионной системы, что управлялась ВЭБом, отрицательная доходность была и до кризиса, в фазе роста фондового рынка.

— Но никого не держат в ВЭБе насильно?

— Да, но люди не имели достаточного доверия к негосударственным управляющим компаниям и пенсионным фондам.

— С вашей точки зрения, надо развивать обе компоненты — накопительную и солидарную?

— Я думаю, что это подсказывает мировой опыт, да и международная ассоциация социального страхования рекомендует именно такой путь. Некоторые страны сейчас стали вообще отказываться от накопительной системы — Аргентина, Польша, Венгрия. Наше Министерство здравоохранения и социального развития предлагает дать гражданам выбор — оставаться в накопительной системе или уйти из нее. Фактически это будет означать сворачивание накопительной системы, потому что нашим гражданам свойственно не загадывать далеко, предпочитать синицу в руках журавлю в небе. Я никого не осуждаю, а всего лишь констатирую факт.

И я думаю, что это очень опасное предложение. Во-первых, не вижу, что можно было бы предложить людям с точки зрения долгосрочных перспектив. Как мы будем решать проблемы старения населения? Чем отвечать на демографические вызовы?

Во-вторых, фактическая отмена накопительной компоненты будет знаковым решением для инвесторов, потому что они тоже понимают демографические проблемы, и с их точки зрения, это будет означать, что Россия не имеет никакой стратегии решения пенсионных проблем на будущее. Инвесторы видят, что в 2010–2011 году проблема решалась повышением налогов, и с полными основаниями делают вывод, что пенсионные проблемы и впредь будут решаться за счет дальнейшего повышения налогов. Соответственно, это подрывает инвестиционную привлекательность российской экономики.

Фактическая отмена накопительной компоненты будет знаковым решением для инвесторов. С их точки зрения, это будет означать, что Россия не имеет никакой стратегии решения пенсионных проблем на будущее. Инвесторы с полными основаниями делают вывод, что пенсионные проблемы и впредь будут решаться за счет дальнейшего повышения налогов.

— Существуют способы привлечения прямых инвестиций, не только за счет правильной пенсионной реформы, но также иными путями.

— Конечно, это не единственный фактор. Я просто говорю, что само по себе такое откровенное игнорирование пенсионных вызовов — один из существенных факторов. Но точно не единственный.

— В тех странах, где пенсионная реформа удалась, были созданы пулы новых экономических агентов в лице негосударственных пенсионных фондов. И они сильно меняют картину рынка в целом, потому что являются держателями длинных денег. Если российский пенсионный сектор не сможет

аккумулировать длинные деньги, то это станет сильным отрицательным фактором?

— Я бы его не преувеличивал. Каждый год в накопительную систему будут направлять порядка 1% ВВП. Это не те деньги, которые могут решить проблемы нашего накопления, стране нужно гораздо больше.

— **Откуда взять?**

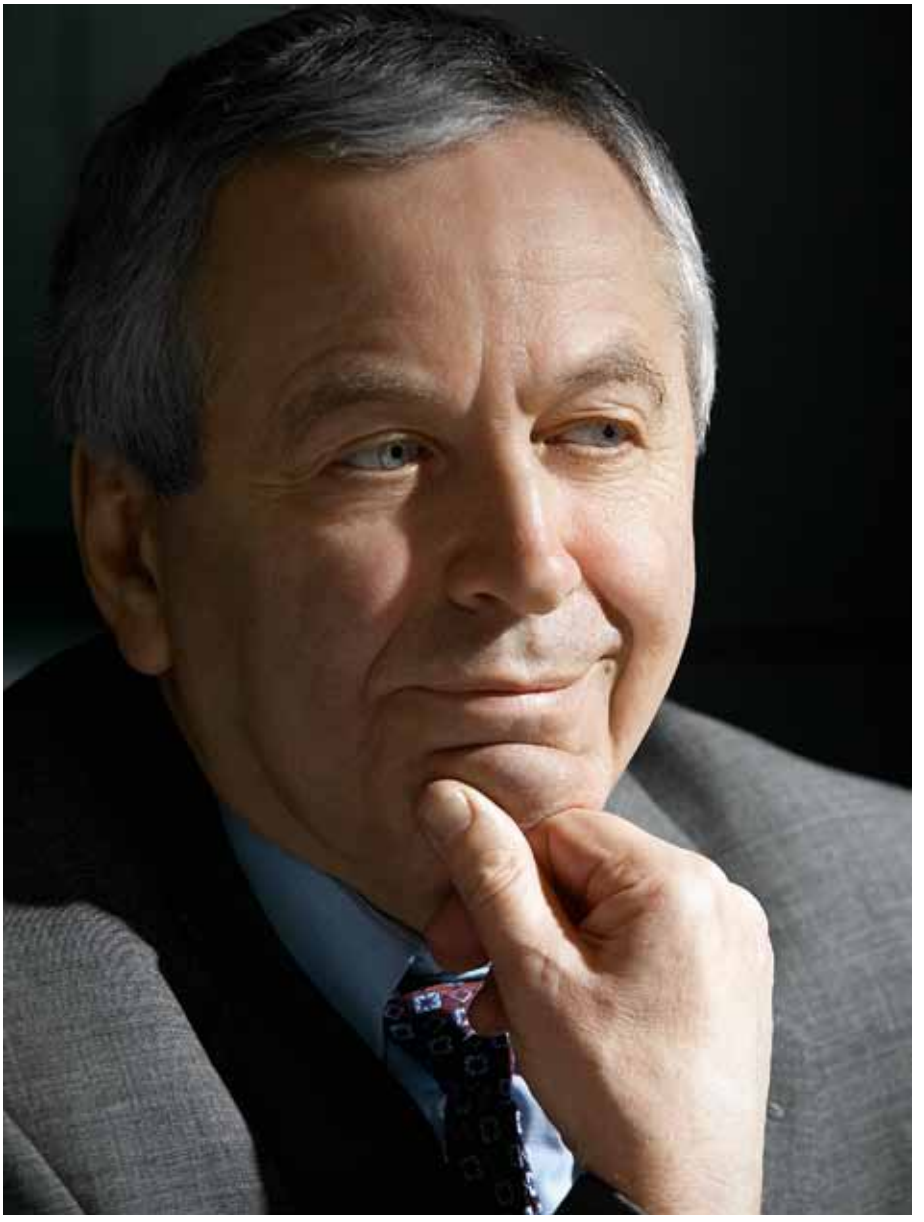
— До кризиса вопрос решался за счет притока капитала. Сейчас мы видим, что этот источник ненадежен. Нам нужно развиваться в первую очередь за счет своих внутренних сбережений. Это требует перехода к политике реальных положительных процентных ставок, потому что иначе населению нет смысла сберегать. Положительные ставки — это трудно, это сокращает спрос на инвестиции. Значит, нужно компенсировать такую политику повышением инвестиционной привлекательности, облегчением процесса инвестирования. Вообще снятием бюрократических барьеров. Сейчас, например, Всемирный банк ставит нас на предпоследнее место в мире по сложности получения разрешения на строительство.

Другой важный источник накопления — это прямые иностранные инвестиции, которые опять-таки зависят от качества деловой среды в стране, от барьеров для инвесторов, коррупции и так далее.

— **Евсей Томович, вы как председатель Ассоциации независимых центров экономического анализа хорошо понимаете, посредством каких механизмов взаимодействуют власть и экспертное экономическое сообщество. Как это происходит?**

— Они очень активно взаимодействуют.

Экспертное сообщество на самом деле активно участвует в формировании экономической политики. Программу Грефа в 2000 году готовило экспертное сообщество. Сейчас программу 2020 тоже готовит экспертное сообщество. В процессе подготовки руководители программы встречались с Путиным, и он полушутя-полусерьезно сказал им, что документ станет программой для



нового правительства (которое будет сформировано после президентских выборов).

Но эксперты не только разрабатывают подобные всеобъемлющие программы. Они бывают вовлечены в разработку практически любой реформы — пенсионной реформы (о которой мы говорили), налоговой реформы, административной реформы, реформы естественных монополий, в создание Стабилизационного фонда. Руководители основных экономических ведомств регулярно проводят встречи с ведущими экспертами и обсуждают текущую ситуацию, предложения по реформированию политики.

В чем состоят основные проблемы независимых аналитических центров? На этапе формирования экспертного сообщества главным материальным источником его существования было иностранное финансирование. Существовала программа Европейского союза TACIS (Technical Assistance for the Commonwealth of Independent States), которая финансировала международных и российских экспертов, оказывавших аналитическую поддержку реформам. Были программы Мирового банка, которые финансировали проведение реформ.

Постепенно иностранное финансирование сокращалось. Сейчас аналитическая поддержка в основном оплачивается самими министерствами и ведомствами. С одной стороны, такое положение заставляет экспертное сообщество поддерживать свою конкурентоспособность. Потому что, например, Академия наук финансируется в основном как учреждение, то есть сохраняется советский принцип, когда финансирование не связано с результатами деятельности.

А в экспертном сообществе специалисты, не способные предлагать конкурентоспособные аналитические услуги, из сообщества выбывают. Хотя источником финансирования является госу-

дарство, но действуют вполне рыночные механизмы.

Подобное положение имеет один недостаток. В развитых странах считается, что аналитическое сообщество работает на весь социум. Оно от имени общества анализирует политику властей, предлагает альтернативы — и поэтому имеет независимые источники финансирования, обычно за счет каких-то фондов. Наличие независимого финансирования позволяет экспертам сохранять полную независимость оценок.

В России аналитическое сообщество отчасти тоже выполняет функцию независимого анализа, публично оценивая экономическую политику. При этом получение государственного финансирования не делает экспертов «агентами правительства», их суждения часто носят критический характер. Но все-таки в идеале было бы хорошо, чтобы эксперты работали не только на деньги правительства, но и имели независимые источники.

— Независимые источники формируются за счет чего?

— Скажем, Дмитрий Зимин когда-то был успешным бизнесменом, а теперь он как общественный деятель создал фонд «Династия», но при этом сам не решает, как будут распределяться деньги фонда. При фонде создан общественный совет, который распределяет его средства. Источник этих денег — бизнес, но это не то же самое, что бизнес-финансирование. Потому что бизнес финансирует лишь то, что нужно ему.

— Допустим, в США такие фонды создавались на протяжении более ста лет. Можно ли считать, что с течением времени у нас тоже образуется подобный гумус, который будет давать аналитическому сообществу возможность вырабатывать независимые суждения?

— Надеюсь на это, и мы должны к этому стремиться. Мы уже видим первые шаги, просто они сейчас направлены не на финансирование независимой экономической экспертизы. У нас есть фонд Зимина, решающий просветительские задачи; есть фонд Потанина, который финансирует стипендии для студентов и проекты в области искусства; есть фонд Усманова, который финансирует культурные проекты. И так далее. Можно надеяться, что у нас возникнет и собственный фонд Карнеги.

В России аналитическое сообщество отчасти выполняет функцию независимого анализа, публично оценивая экономическую политику. При этом получение государственного финансирования не делает экспертов «агентами правительства», их суждения часто носят критический характер. В идеале было бы хорошо, чтобы эксперты работали не только на деньги правительства, но и имели независимые источники.

— Может ли что-то стать катализатором именно в этой сфере, в сфере создания источников финансирования для деятельности независимой экономической экспертизы?

— Думаю, это случится, когда пройдет период активных реформ.

Сейчас наша экономическая система еще довольно далека от окончательного формирования.

Правительство понимает, что стране нужно провести еще много реформ, и готово выделять финансирование на их разработку, тем более что по сравнению с другими тратами эти не так велики.

Эксперты работают на правительство и одновременно (как побочный продукт своей деятельности) проводят общественную экспертизу. На «Эхе Москвы», в «Ведомостях» постоянно выступают экономические эксперты, которые представляют независимые взгляды и оценки, при том, что их деятельность в основном финансируется правительством. Получается, что общество получает этот продукт бесплатно.

Вот когда у экспертов не будет других источников существования, тогда, быть может, правительственные источники будут замещены независимыми. Так же как правительство заместило в 2000-е годы иностранные источники, которые были главными в 90-е годы. После того как период активных реформ завершится, правительство, по-видимому, снизит финансирование, и я надеюсь, что общество дозреет до того, чтобы финансировать экспертизу самостоятельно (надеюсь, оно сознает ее важность).

— Кто является основными игроками рынка экономической экспертизы, с вашей точки зрения?

— Два крупнейших центра экономической экспертизы — Высшая школа экономики и Академия народного хозяйства. К сожалению, они поглощают все большее число независимых организаций. Все большее число независимых экспертов оказываются в зоне притяжения того или другого центра.

Академия народного хозяйства — часть конгломерации, достаточно тесно ассоциированная, например, с Институтом Гайдара. Внутри Высшей школы экономики тоже есть свои полуавтономные центры.

Кроме этого, есть некоторое число аналитических центров, которые существуют сами по себе.

— И что это за независимые группы?

— К ведущим относятся, например, Центр макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования, Независимый институт социальной политики, Центр стратегических разработок, ИНСОР, Институт экономики города. В Петербурге — Леонтьевский центр. Смею полагать, что сюда можно

добавить и Экономическую экспертную группу.

— Экономический мейнстрим сейчас артикулируется на английском языке. Индексы цитируемости, количество издаваемых книг, тамошние тиражи — все это несравнимо с отечественной ситуацией. А ведь были периоды, когда русская экономическая наука производила самостоятельные концепции.

— Десятилетиями в нашей стране экономическое образование и экономическая наука сводились в основном к толкованию трудов К. Маркса. Неудивительно, что в этой области мы безнадежно отстаем от ведущих стран. Перед российскими экономистами остро стоит вопрос о путях интеграции в мировое сообщество. Одна из важнейших проблем при этом — языковая. То, что серьезный экономист не может работать, не читая англоязычную литературу, очевидно. Менее очевидный вопрос — на каком языке он должен публиковаться. Те немногочисленные экономисты, которые хотят заниматься по-настоящему академической наукой, для того чтобы делать что-то недоморощенное и конкурентоспособное, должны публиковаться в иностранных журналах на английском языке. Больше всего таких авторов работает в Центре экономических и финансовых исследований и разработок (ЦЭФИР) Сергея Гуриева и в Высшей школе экономики (ВШЭ).

Для тех, кто ориентирован в основном на формирование экономической политики, нет смысла прилагать большие усилия для того, чтобы статья публиковалась в международном журнале. Для этих людей аудиторией является не международное сообщество экономистов-исследователей, а внутреннее сообщество людей в правительстве или Центробанке, участвующих в формировании политики. Эта аудитория следит за русскоязычной литературой в большей степени, чем за англоязычной.

Поэтому получается, что внутри экономического сообщества есть разные части — те, кто занимается по преимуществу академическими исследованиями, и те, кто больше занимается аналитической работой. При этом критерием качества одних является признание международного сообщества. Для вторых референтной группой в большей степени является сообщество международных финансовых организаций, то есть эксперты МВФ, Всемирного банка, ОЭСР. Для них задача — работать не на уровне публикаций в лучших журналах, а на уровне публикаций, скажем, того же МВФ или Всемирного банка.

— Есть национальная экономика и есть сообщество экспертов, которое должно обслуживать ее аналитически. Каналы информационного обмена между этими сегментами достаточны? У нас есть академический журнал «Вопросы экономики», а на противоположном фланге разве что журнал «Эксперт», дающий «облегченную» аналитику.

— Во-первых, у нас наберется целый десяток серьезных журналов. Есть журнал АНХ «Экономическая политика», Экономический журнал ВШЭ, «Прикладная эконометрика». Три года назад начал издаваться «Журнал новой экономической ассоциации», где мы попытались соединить академическую науку с аналитикой. И в составе редколлегии, и на страницах журнала мы пытаемся сочетать то и другое. Но я бы сказал, что узкое место — это не недостаток журналов, а недостаток серьезных исследований в России. Общий уровень экономической науки постепенно растет, но отставание еще очень сильное.

— Этот разрыв уменьшается или нет — каковы ваши прогнозы?

— Он уменьшается, но, к сожалению, не так быстро, как хотелось бы. Для начала, качество экономического образования в России остается низким. Сейчас ВШЭ и еще несколько университетов дают приличное образование. Но даже в ведущих вузах экономику часто преподают бывшие преподаватели научного коммунизма или политэкономии социализма. Они сами не получили настоящего образования, поэтому им трудно дать серьезные знания своим студентам.

Российские учебники, конечно, тоже сильно уступают западным. Поэтому трудно рассчитывать на то, что наши экономисты достигнут конкурентного по международным меркам уровня. Соответственно, круг людей, которые могут работать на высоком уровне, остается очень узким. Это относится и к академическим исследованиям, и к аналитической деятельности.

Когда нужно серьезное мнение профессионала по определенному вопросу, то в качестве экспертов каждый раз называются считанные люди. И каждый раз они одни и те же. Так что перед нами стоит амбициозная задача — вырастить новое поколение экономистов-аналитиков, сочетающих хорошее экономическое образование с опытом решения самых серьезных задач экономической политики. Ассоциация независимых центров экономического анализа работает над этим. ◻

Перед нами стоит амбициозная задача — вырастить новое поколение экономистов-аналитиков, сочетающих хорошее экономическое образование с опытом решения самых серьезных задач экономической политики. Ассоциация независимых центров экономического анализа работает над этим.

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.

Вернуть позиции

9 декабря 2011 года НАУФОР провела в Казани круглый стол «Российский фондовый рынок, изменяющееся законодательство»

Перед участниками выступили: заместитель руководителя ФСФР России Александр Синенко, заместитель руководителя РО ФСФР России в ВКР Эдуард Салахов, председатель Правления НАУФОР Алексей Тимофеев, директор центра развития фондового рынка Юрий Данилов, начальник управления по взаимодействию с ключевыми клиентами ММВБ-РТС Александр Агеев.

Капитал движется против экономических теорий

Юрий Данилов, директор фонда «Центр развития фондового рынка»

Российский рынок сильно зависит от трендов глобального рынка капитала. А на глобальном рынке капитала сейчас наблюдается процесс, противоречащий (с точки зрения направления потоков капитала) экономической теории.

После азиатского кризиса 1997–98 годов произошел разворот потоков глобального капитала: если до кризиса сберегали деньги развитые страны, а инвестиционные проекты находились в развивающихся, то после азиатского кризиса все поменялось местами. Избыток денег на развитых рынках привел к строительству «пирамид» с ипотечными бумагами, предложению ипотечных кредитов тем, кто заведомо не мог вернуть эти деньги, а также к дефициту надежных инструментов. Спрос на надежные инструменты, в первую очередь государственные ценные бумаги, стал расти. Соответственно, начал расти и их выпуск. И в какой-то момент соотношение государственного долга и источников его погашения превысило допустимые пределы — отсюда и произрастает кризис в Греции, отсюда вырос ипотечный кризис в США.

Развернутся ли эти глобальные потоки капитала? Пока они не развернулись в правильном (с точки зрения законов экономики) направлении, будут создаваться предпосылки следующего, еще более мощного кризиса. Он может начаться и через десять лет, потому что текущий кризис вряд ли снимет все противоречия, вызванные разворотом.

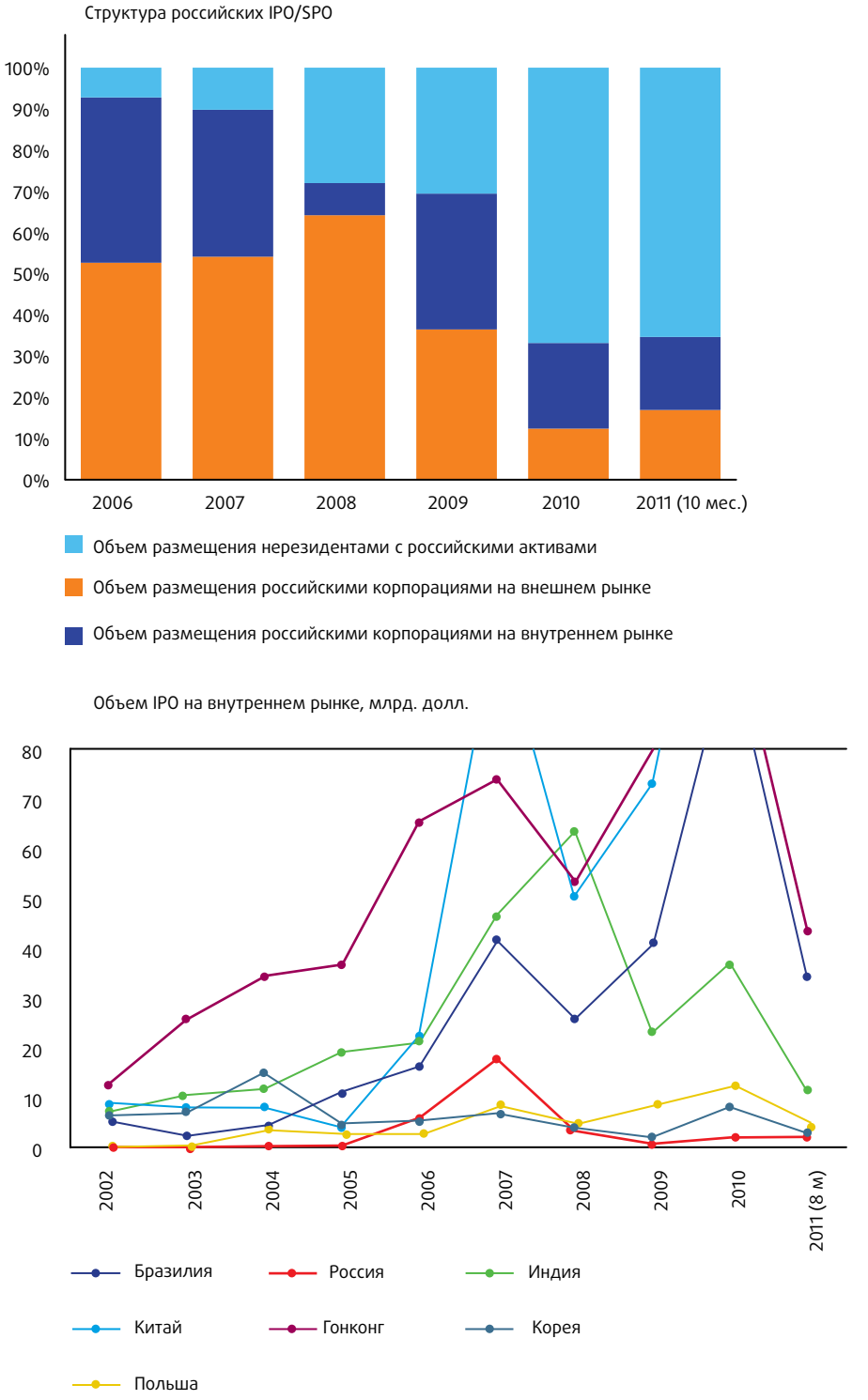
Последние падения на российском рынке имели ярко выраженный политический характер. Но греческие проблемы сделали нашему рынку «подарок»: из-за близости экономик Греции и Кипра (на котором сосредоточено много российских денег) греческий дефолт спровоцировал вывод российских средств и с Кипра — и влияние этих денег оказало поддержку нашему рынку в период кризиса. Наши биржевики удивлялись: откуда такой большой спрос со стороны частных инвесторов, когда весь рынок падает? Особенность офшорного бизнеса заключается в том, что, как правило, деньги выводятся в наличной форме, что и объясняло покупки, совершаемые как бы частными инвесторами.

Та катастрофа, которая сейчас происходит с IPO в России, очень негативно сказывается на перспективах рынка акций (рис. 1). Уничтожение рынка IPO ведет к сокращению и объема торговли, и всей капитализации. Мы проигрываем конкурентную борьбу не только Китаю, Бразилии, Индии, но и Польше. Потому что Польша начала развивать внутреннего институционального инвестора, прежде всего пенсионные фонды, которые формируют наиболее активный спрос при IPO.

К сожалению, сейчас Россия теряет свои конкурентные позиции. Причина низкого спроса на IPO заключается в неразвитости наших институтов коллективного инвестирования. Нет частного инвестора, нет фондов — нет и рынка.

Что у нас происходит с внутренним спросом? Покупка недвижимости в течение ряда лет является одном из самых крупных объектов сбережения для граждан, чего нет ни в одной стране мира (рис. 2). И только в России покупка ценных бумаг в структуре сбережений

Рисунок 1. **Первичный рынок акций: потеря конкурентоспособности**



населения близка к нулю. В России нужна внятная государственная политика регулирования внутреннего спроса населения на инструменты фондового рынка, политика по развитию инструментов секьюритизации. Например, чтобы граждане при покупке недвижимости или земли в инвестиционных целях делали это не напрямую, а через покупку ценных бумаг, за которыми стоит недвижимость.

Те инициативы, с которыми НАУФОР выступала по поводу введения инвестиционных консультантов, по оптимизации требований к капиталу профучастников, очень правильны и полезны. Безусловно, должны быть задействованы налоговые механизмы.

Контроль за участниками рынка будет реформирован

Александр Синенко, заместитель руководителя ФСФР России

Для иностранных инвесторов признаком того, что можно приходить, является наличие активного внутреннего институционального инвестора. У нас сейчас в промежуточной стадии находятся девять проектов федеральных законов, которые должны работать на создание внутреннего долгосрочного национального инвестора.

Прежде всего это закон о пруденциальном надзоре. Контроль за участниками рынка будет очень серьезно реформирован. То, что сейчас реализовано в банковском секторе, будет в той или иной степени перенесено на финансовый рынок. В этом законе, прошедшем первое чтение, есть принципиальное решение о создании компенсационных фондов. Уже показала свою эффективность работа Агентства по страхованию вкладов, и такой же механизм нам нужен на фондовом рынке. Но организован он может быть по-разному.

Крайне интересен законопроект, связанный с совершенствованием регулирования деятельности членов органов управления в коммерческих организа-

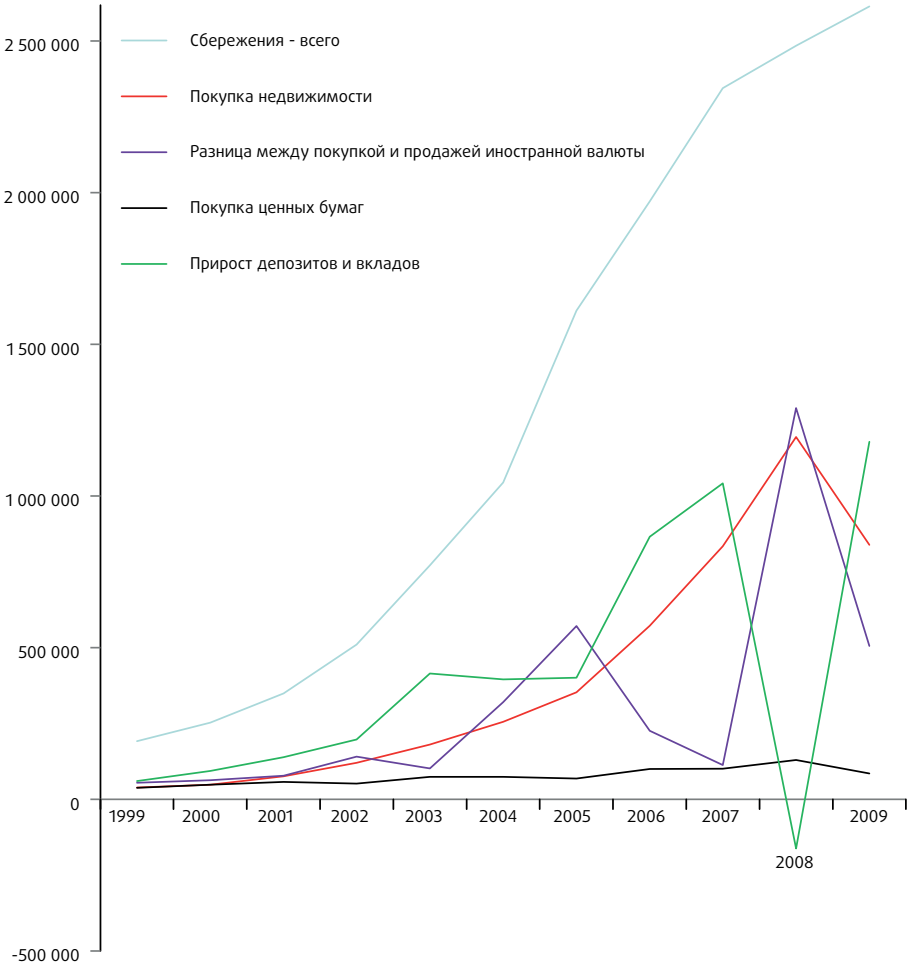
циях — акционерных обществах, обществах с ограниченной ответственностью. Этот закон, по нашему мнению, повысит ответственность участников советов директоров, заставит относиться к своим обязанностям максимально профессионально. Риск наличия гражданско-правовой ответственности, возмещения убытков в связи с неразумными или недобросовестными действиями членов совета директоров, членов коллегиальных органов управления, генерального директора — все это будет лишний раз стимулировать управленцев действовать профессионально каждый день.

Из глобальных тем — важно наше дальнейшее продвижение по пути либерализации эмиссионных процессов. Уже больше года назад в первом чтении принят очень интересный закон, который позволит распространить режим биржевых облигаций на акции. Это достаточно смелый шаг — без государственной регистрации позволить осуществлять выпуск акций через биржевые механизмы и выходить в упрощенном порядке на финансовый рынок.

Могу подтвердить, что в области эмиссии очень серьезно обсуждаются дальнейшие шаги вплоть до отказа от самого «святого» — обязательной тотальной государственной регистрации выпусков ценных бумаг. Этот инструмент является краеугольным камнем нашей компетенции и идеологии. Идеологию, согласно которой любая эмиссионная ценная бумага должна пройти через проверку ФСФР, мы пересматриваем. В 2008 году по облигационным займам произошло больше 200 дефолтов, при этом все облигационные выпуски прошли полноценную государственную регистрацию. А по биржевым облигациям случились один или два дефолта, а эти инструменты государственной регистрации не проходили.

Этот пример убедительно говорит о том, что нужно последовательно двигаться в сторону отказа от государственной регистрации по тем выпускам, по

Рисунок 2. **Динамика сбережений населения и их структуры**



которым это возможно. И мы планируем задействовать в этом вопросе потенциал саморегулируемых организаций и бирж.

Основной прорывной вещью, на мой взгляд, является вопрос урегулирования допуска иностранных ценных бумаг. У инвестора и иностранного эмитента есть несколько способов выхода на наш рынок. Первый способ — через депозитарные расписки, как это сделал «Русал». Второй способ — прямой допуск иностранных ценных бумаг к организованному обращению. Есть уже пример — успешное размещение белорусских ценных бумаг. Недавно ФСФР России зарегистрировала проспект ценных бумаг очень крупной транснациональной компании канадского происхождения, которая пришла к нам с двумя долгосрочными рублевыми выпусками на сумму порядка 20 млрд.

Подготовлен проект приказа о возможности разнесения убытков от инвестирования средств, зафиксированных негосударственными пенсионными фондами по счетам клиентов. В 2008 году ФСФР России заняла позицию о невозможности разнесения убытков, и впоследствии эта позиция, возможно, предельно жесткая, была подтверждена судами. Но в дальнейшем мы решили подойти к решению этой серьезной проблемы комплексно и более аккуратно.

Сейчас ФСФР России продумывает возможность возвращения налоговой нормы, освобождающей от налогов долгосрочных инвесторов ценных бумаг.

Вопросы налогообложения по разным причинам всегда решаются болезненно. Но мы надеемся, что сможем решить этот вопрос, тем более у нас есть поручение от президента по результатам его встречи с представителями иностранных инвесторов — разработать меры, стимулирующие наш внутренний рынок. В рамках этого поручения ФСФР России и будет поднимать вопрос о возврате к этой налоговой льготе. Удастся ли здесь же решить вопрос по возврату льгот для ЗПИФов — сложно сказать. ◻

Виктор Коновалов
заместитель директора «Интерфакс-ЦЭА»

Из долгового в политический

Рынок акций РФ снизился в ноябре, но его динамика была одной из лучших среди emerging markets

Российский рынок акций после позитивного октябрьского отскока в ноябре возобновил свое снижение, но его динамика в целом была одной из лучших среди развивающихся рынков, для которых агентство Standard & Poor's рассчитывает страновые инвестиционные индексы S&P/IFCI.

Российский индекс S&P/IFCI по итогам ноября снизился всего на 1,1%, показав 4-й результат из 21 фондового индикатора emerging markets.

Российский индекс S&P/IFCI по итогам ноября снизился всего на 1,1%, показав 4-й результат из 21 фондового индикатора emerging markets; при этом снижение отечественного рынка оказалось меньше бразильского рынка, который потерял почти 7%, китайского (-8,5%) и индийского (-15,1%), ставшего аутсайдером месяца.

Снижение российских акций в начале месяца

Начало месяца для российского рынка акций выдалось весьма непростым, но рынку вплоть до 9 ноября удавалось держаться недалеко от уровней конца октября. На первых ноябрьских торгах рынок упал в район 1450 пунктов по индексу ММВБ и 1485 пунктов по индексу РТС на фоне общемировых распродаж из-за опасений, что еврозона не сможет получить достаточно финансовых средств для борьбы с кризисом, а также из-за слабой статистики в США. Премьер-министр Греции Георгиос Папандреу объявил о намерении провести референдум о пакете помощи Греции, одобренном саммитом ЕС. На референдуме планировалось поставить вопрос о том, поддерживают ли греки соглашение по долгам и программу мер бюджетной экономики в обмен на международную помощь.

Однако уже на следующий день рынок акций РФ отскочил вверх. Настроения игроков улучшились после выхода в США оптимистичных данных компании ADP Employment о занятости в производственном секторе (число рабочих мест в октябре выросло на 110 тыс. при прогнозах на уровне 100 тыс., а сентябрьские цифры занятости были пересмотрены в сторону роста — до 116 тыс. с 91 тыс.). Кроме того, Европейский ЦБ неожиданно снизил процентную ставку (до 1,25% годовых), а в США вышла неплохая статистика по рынку труда, что оказало поддержку фондовым площадкам. Индекс

В этой статье:

Влияние проблем в еврозоне на российский рынок акций.

Динамика российского рынка акций.

Факторы движения евробондов РФ.

РТС взлетел к 1540 пунктам, а индекс ММВБ поднялся выше 1500 пунктов.

В дальнейшем инвесторы ожидали встречи лидеров греческих политических партий, которые должны были согласовать состав нового коалиционного правительства. Премьер-министр Греции Георгиос Папандреу объявил о готовности уйти в отставку сразу после проработки деталей соглашения. Ожидания, что эти усилия позволят преодолеть политический кризис, который грозил подорвать усилия Евросоюза по предотвращению распространения долгового кризиса, и избежать дефолта Греции, поддерживали оптимизм на рынках.

Рынок акций РФ

В конце первой декады месяца на первый план вышла напряженность в Италии — деятельность итальянского правительства под руководством премьер-министра Сильвио Берлускони вызывала у экспертов все более существенные сомнения на фоне усиливающегося давления как со стороны международных кредиторов, так и в парламенте страны. Оппозиция и сторонники С. Берлускони призвали его подать в отставку.

Давление на финансовые рынки оказали также новости о том, что доходность итальянских облигаций превысила уровень в 7% годовых после увеличения почти вдвое депозитной маржи крупнейшим клиринговым центром Европы LCH Clearnet. Это указывало на возможное углубление долгового кризиса в Европе, в частности, на то, что Италия вскоре может быть вынуждена просить финансовой помощи у ЕС.

Сенат Италии одобрил ключевой закон о бюджете, принятие которого было основным условием отставки премьер-министра Сильвио Берлускони; на этот пост был назначен известный экономист и бывший еврокомиссар Марио Монти. В свою очередь новым главой правительства Греции стал бывший вице-президент Европейского центробанка Лукас Пападемос.

По оценкам аналитиков, долговой кризис в еврозоне уже перерос в политический, что может в конечном итоге привести к распаду еврозоны и подорвать экономику всего региона. Вдобавок ко всему один из видных германских парламентариев заявил, что германская партия ХДС, членом которой является действующий федеральный канцлер Ангела Меркель, готовит механизм исключения стран из зоны евро.

В дальнейшем пессимизм рынка акций РФ нарастал вслед за мировыми рынками из-за опасений расширения долгового кризиса в еврозоне на фоне растущих процентных ставок итальянских облигаций (доходность 5-летних облигаций Италии вновь приблизилась к уровню 7% годовых). Негативом для рынков стало также заявление председателя Еврокомиссии Жозе Мануэла Баррозу о том, что Европе грозит «по-настоящему системный кризис». По его словам, восстановление европейской экономики застопорилось, еврозоне грозит рецессия, а выход из кризиса без экономического роста невозможен.

Подлило масла в огонь и заявление рейтингового агентства Fitch о том, что дальнейшее распространение европейского долгового кризиса на другие регионы представляет опасность для американских банков. В свою очередь руководство Банка Англии заявило, что неспособность европейских лидеров справиться с кризисом в регионе может привести к «существенным негативным последствиям» для мировой экономики.

В конце второй декады ноября Испания разместила 10-летние облигации на сумму 3,56 млрд евро из запланированных 4 млрд евро, при этом стоимость заимствования для страны существенно увеличилась на фоне углубления долгового кризиса (доходность составила 6,975% годовых по сравнению с 5,433% годовых на предыдущем аукционе 20 октября). В свою очередь Франция на аукционе привлекла 3,332 млрд евро за счет размещения 5-летних гособлигаций, доходность которых составила 2,82% годовых, что более чем на 0,5 процентного пункта превысило уровень предыдущего размещения, состоявшегося 20 октября. Слабые итоги размещения гособлигаций Испании и Франции спровоцировали волну продаж на мировых рынках акций.

Третья декада месяца начиналась с обвала индексов почти на 5% (индекс ММВБ упал к 1390 пунктам) вслед за мировыми площадками, давление на которые оказывали нерешенные европейские

долговые проблемы, а также опасения относительно того, что не будут достигнуты договоренности о сокращении дефицита госбюджета двухпартийной комиссией Конгресса США. Инвесторы боялись, что в случае затягивания с принятием планов по сокращению бюджетного дефицита международные агентства могут понизить рейтинг США.

На руку игрокам на понижение была и макроэкономическая статистика. Так, вторая оценка ВВП США за третий квартал показала рост индикатора всего на 2% в годовом выражении, хотя аналитики не ожидали изменений с ранее опубликованного подъема на 2,5%. Расходы населения США в октябре выросли всего на 0,1%, тогда как ожидался рост 0,3%. В Азии негативом стали слабые данные о промышленной активности Китая в ноябре (индекс HSBC упал ниже порогового значения 50 пунктов, разделяющего рост и спад активности в секторе).

Сильнее ожиданий снизился в ноябре индекс деловой активности в промышленности Германии. В свою очередь объем промышленных заказов в еврозоне в сентябре упал на 6,4% при прогнозах снижения на 2,7%, в годовом выражении рост составил всего 1,6% при прогнозах роста на 6,1%.

Очередное размещение 10-летних гособлигаций Германии подтвердило ухудшение ситуации на долговых рынках Европы (Германия получила заявки лишь на 3,889 млрд евро из плановых 6 млрд евро, средняя доходность госбумаг при размещении составила 1,98% годовых).

Очередную волну падения на мировых рынках, в том числе и на российском рынке акций, вызвало заявление канцлера Германии Ангелы Меркель, в котором она подтвердила позицию своей страны против выпуска общих облигаций еврозоны. По ее словам, выпуск единых европейских облигаций подаст рынкам «полностью неверный сигнал», частично потому, что будет способствовать сближению процентных ставок по долговым обязательствам стран региона. При этом международное рейтинговое агентство Fitch снизило рейтинг Португалии до спекулятивного уровня «BB+», прогноз по рейтингу был оставлен «негативным».

Положительный отскок в конце месяца

Лишь в конце месяца российский рынок акций смог заметно сократить свое падение на фоне локальной стабилизации ситуации на мировых фондовых и товарных рынках, которая произошла в ожидании решений Евросоюза по увеличению потенциала Европейского фонда финансовой стабильности (EFSF). Министры финансов стран еврозоны достигли договоренности о том, что фонд сможет гарантировать 20–30% объема новых выпусков облигаций проблемных стран еврозоны, а также получит возможность создавать фонды с участием других инвесторов для покупки суверенных облигаций. Ожидается, что оба механизма будут запущены в начале будущего года.

Активность покупателей в конце месяца стимулировали также данные о рекордных розничных продажах в США в «черную пятницу». В частности, объем продаж в США в «черную пятницу», первый день массовых предрождественских распродаж, вырос на 6,6% по сравнению с уровнем прошлого года и составил 11,4 млрд долларов (онлайновые продажи подскочили на 24,3%).

Вместе с тем сдерживали рост новости от рейтинговых агентств: Fitch изменило прогноз рейтинга США со «стабильного» на «негативный», а Moody's поместило на пересмотр рейтинг нескольких десятков европейских банков с возможностью снижения.

Тем не менее на последних осенних торгах российский рынок акций продемонстрировал рекордный за последние полтора года взлет индекса РТС (+5,1%) на новостях из Китая и США. В частности, Народный банк Китая впервые с 2008 года объявил о понижении с 5 декабря нормы обязательных банковских резервов на 50 базисных пунктов (до этого норма резервирования для крупнейших банков составляла рекордные 21,5%).

Но наиболее сильное движение рынка вверх вызвало сообщение о том, что Федеральная резервная система, Европейский центральный банк, а также ЦБ Канады, Великобритании, Японии и Швейцарии договорились о снижении процентных ставок по долларовым свопам на 50 базисных пунктов и о продлении действия соглашений о свопах до 1 февраля 2013 года.

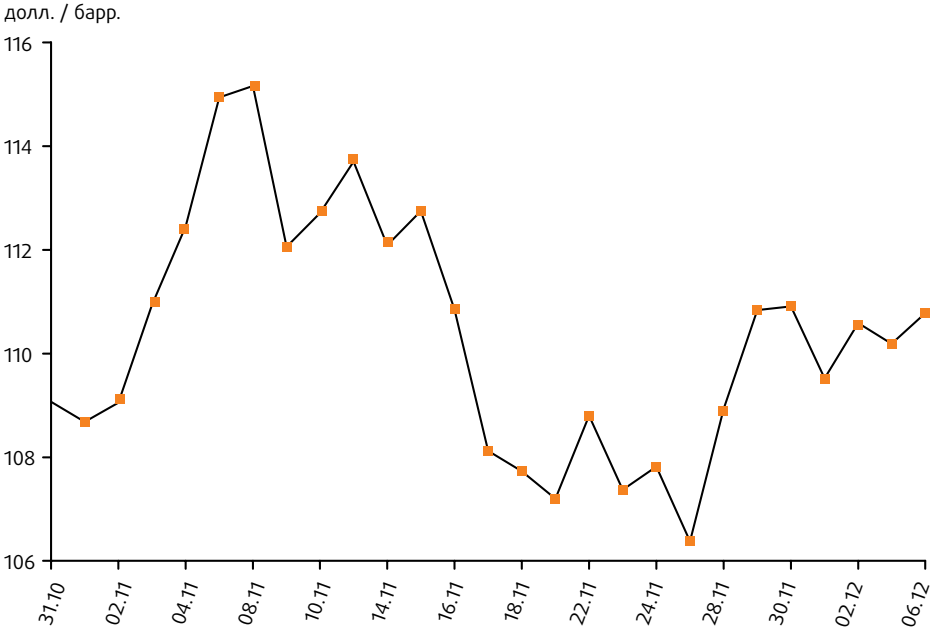
В результате индекс РТС по итогам прошедшего месяца снизился всего на 1,44% — до 1540,81 пункта, а индекс ММВБ продемонстрировал в ноябре небольшой рост — на 0,07%, поднявшись до 1499,62 пункта.

Лидерами снижения курсовой стоимости среди ценных бумаг, прошедших листинг на ФБ ММВБ, в ноябре стали обыкновенные акции «РБК Информационные системы» (-26%), банка «Санкт-Петербург» (-20%), «Мечела» (-19%), «Соллерса» (-17%), банка «Возрождение» (-15%), «ОГК-2» (-14%) и "Группы ЛСР" (-13%). В свою очередь в лидеры роста выбились привилегированные акции «Транснефти» (+30%), а также обыкновенные бумаги «ВСМПО-АВИСМА» (+28%), «Акрона» (+26%) и «ФСК ЕЭС» (+23%). «Префы» «Транснефти» достигли максимумов с января 2008 года на новостях о завершении строительства и готовности к пуску второй очереди Балтийской трубопроводной системы (БТС-2), а акции «Акрона» позитивно отреагировали на публикацию хорошей финансовой отчетности компании за третий квартал.

Евробонды РФ в ноябре

Рынок российских еврооблигаций в ноябре практически полностью повторял динамику рынка акций, поскольку факторы влияния были одними и теми

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



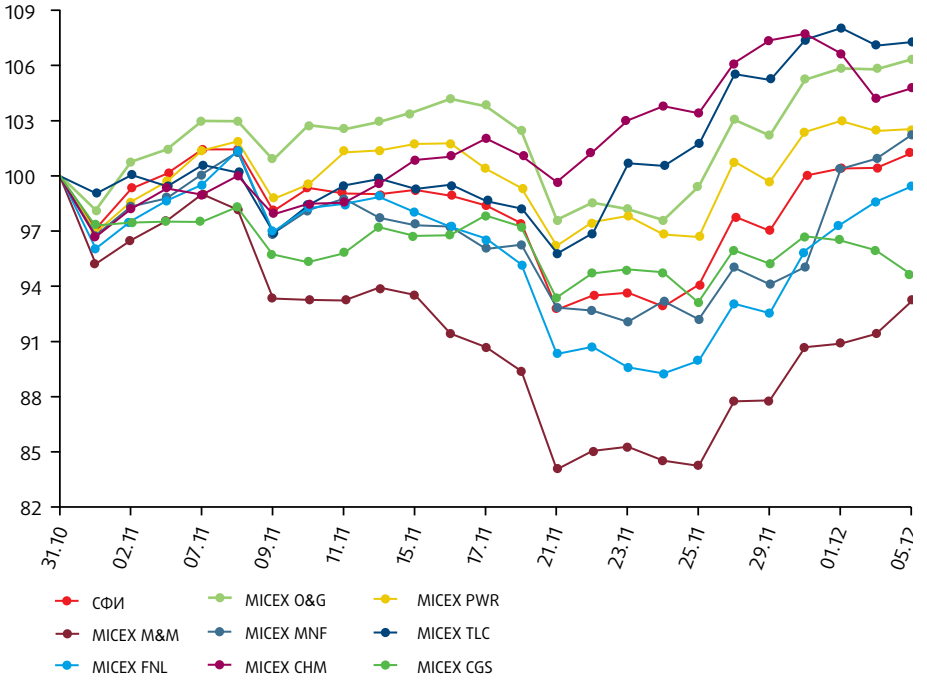
же. При этом цены отечественных еврооблигаций, плавно подраставшие в первых числах месяца, затем стали активно сдавать свои позиции, в то время как казначейские облигации США чувствовали себя достаточно уверенно, что привело к расширению суверенных спредов. Цены самого ликвидного тридцатилетнего выпуска еврооблигаций РФ снизились по итогам месяца на 0,66% (до 117,95% от номинала), а их спред к десятилетним US Treasuries расширился на 13 базисных пунктов и 30 ноября составил 228 базисных пунктов. Доходность выпуска «Россия-30» выросла по итогам ноября на 9 базисных пунктов и составила 4,35% годовых, в то время как доходность десятилетних казначейских облигаций США снизилась за месяц на 4 пункта, составив в последний день ноября 2,07% годовых.

Плавный рост российских еврооблигаций в начале месяца проходил на слухах о том, что референдум в Греции о рассмотрении вопроса предоставления дополнительной финансовой помощи стране может не состояться. Инвесторов воодушевило также решение ЕЦБ снизить базовую процентную ставку на 0,25 процентного пункта — до 1,25% годовых.

Однако уже в конце первой декады месяца рынок российских валютных гособлигаций стал падать вслед за снижением мировых рынков в связи с опасениями инвесторов относительно разгорающегося долгового кризиса в Италии. Доходность итальянских бондов достигла рекордных уровней, превысив психологический уровень в 7% годовых. В дальнейшем инвесторов разочаровал аукцион по испанским бондам, доходность которых также приблизилась к 7% годовых, при этом целевой объем был не полностью размещен. Аукцион по французским облигациям также оказался не совсем удачным.

Еще один удар долговой рынок получил, когда двухпартийная комиссия, созданная Конгрессом США для разра-

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



Источник: ММВБ.

ботки компромиссных предложений по снижению бюджетного дефицита на 1,2 трлн долларов за десять лет, объявила о провале своей миссии.

В свою очередь рейтинговое агентство Moody's Investors Service понизило суверенный рейтинг облигаций правительства Венгрии на одну ступень до «Ba1», сохранив негативный прогноз. Эксперты агентства указали на растущую неопределенность в отношении того, сможет ли Венгрия выполнить среднесрочные задачи в сфере бюджетной консолидации и сокращения долга.

Дополнительным негативным фактором выступили также результаты пресс-конференции представителей Италии, Франции и Германии. Канцлер Германии Ангела Меркель заняла жесткую позицию против выпуска общих облигаций еврозоны. Не добавили оптимизма и итоги аукциона по размещению двухлетних итальянских бумаг, доходность которых выросла в два раза по сравнению с предыдущим аукционом, что в очередной раз показало распространение долгового кризиса в еврозоне.

Так же, как и на рынке акций, в последний день месяца цены российских еврооблигаций отыграли большую часть предыдущих потерь на сообщении о снижении крупнейшими мировыми Центробанками процентных ставок по долларовым свопам и продлении данных операций до февраля 2013 года, что должно снизить остроту проблемы с ликвидностью в мировой банковской системе. ◻

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.

Виктор Сазонов
руководитель отдела маркетинга и продаж компании
«Центр развития строительства»,
партнер ИК «ЦЕРИХ Кэпитал Менеджмент» в Калининграде

Построить бизнес вдалеке

Об особенностях ведения инвестиционного бизнеса в самом западном, исторически сложном регионе России

На менталитет жителей Калининграда оказывали влияние самые различные факторы, многие из них не вписываются в традиционную картину мира обычного российского гражданина. Многообразие культурных и экономических связей этой территории оказывает воздействие на восприятие самых разных вещей – от повседневных интересов до грамотности в области финансовых услуг.

— Виктор, как было принято решение открыть в Калининграде инвестиционный офис?

— Начнем с того, что Калининград крайне привлекателен для ведения бизнеса, особенно финансового. Решение открыть офис партнера «ЦЕРИХа» принималось, конечно, не за один день, но я ни секунды о нем не жалел. Во-первых, Калининград имеет статус особой экономической зоны с соответствующим набором экономических преференций. Поэтому он традиционно привлекает внимание иностранных и отечественных инвесторов. Во-вторых, динамичное развитие экономики региона способствовало повышению финансовой грамотности населения, что повлекло за собой рост интереса к финансовым и инвестиционным услугам. Так, если 3–5 лет назад одним из самых популярных средств сохранения и приумножения своего капитала здесь была покупка недвижимости, то сейчас все большую популярность набирают финансовые продукты.

— Как вы оцениваете уровень финансовой грамотности в вашем регионе?

— Уровень финансовой грамотности в Калининграде достаточно высок. Он выше, чем в среднем по России. Нередко в офисах компаний города можно услышать рассуждения сотрудников о текущих индексах, фьючерсах и опционах. Кстати, если одни подходят к этому вопросу с точки зрения финансов, изучая стратегии и аналитику, то для других это своеобразная азартная игра, дающая ощущение «драйва». Конкуренция в регионе высока, здесь уже представлены многие ведущие инвестиционные компании. И это стимулирует рост и развитие регионального рынка и экономики в целом.

— Какие инвестиционные инструменты предпочитают калининградцы?

— Среди наиболее востребованных инвестиционных продуктов можно выделить паевые инвестиционные фонды, доверительное управление ну и, конечно, брокерское обслуживание.

— Чувствуется ли конкуренция со стороны европейских компаний? Насколько активны иностранные финансовые компании в регионе?

— Я не сказал бы, что иностранные финансовые компании доминируют. Хотя иногда вижу, что калининградцы отдают предпочтение западным брендам. Возможно, сказывается влияние иностранных граждан, посещающих Калининградскую область, — естественно, они предпочитают обращаться в европейские финансовые компании, так как их бренды им более знакомы.

— По каким критериям калининградцы обычно оценивают инвестиционную компанию?

— Клиенты оценивают многие параметры. В первую очередь надежность, уровень сервиса, удобство расположения офиса, доступность менеджеров. Финансовые услуги — это по-прежнему продукт для «избранных». Это услуги, которыми могут воспользоваться не все, а только люди с достаточно высоким уровнем образования и дохода, люди, имеющие представление о процессах, которые происходят в экономике, интересующиеся новостями. Поэтому критерии отбора компаний очень высоки.

Мне приятно видеть, что российская инвестиционная компания, а также другие российские компании могут предоставить сервис, сопоставимый с сервисом ведущих международных брендов. Сейчас, когда тарифные войны немного поутихли, это особенно важно.

— Что вы можете сказать о проекте создания в России МФЦ? Сказывается ли он на рынке региона?

— Проект МФЦ скорее привлекает нерезидентов. Для жителей России это естественный процесс развития внутреннего рынка. Иностранцы иногда ошибочно воспринимают российский рынок как чрезмерно зарегламентированный. Проект МФЦ может устранить эти заблуждения. Конечно, участники рынка столкнутся с кардинальными изменениями инфраструктуры рынка ценных бумаг, что, как и любое изменение, будет воспринято по-разному. Но я не сомневаюсь, перемены к лучшему не заставят себя долго ждать. ◻

Уроки 2011

Главный экономист МВФ Оливье Бланшар сформулировал выводы, которые необходимо извлечь из экономических и политических событий 2011 года.

- Равновесное состояние может быть не только хорошим.

В этом году стало очевидным, что процесс массового изъятия средств может коснуться и правительств. В посткризисный период, когда уровень госдолга высок, а обеспокоенность инвесторов сильна, правительства многих стран подвержены крупным рискам.

- Неадекватная политика может ухудшить положение.

На протяжении всего года мы видели, как после встреч на высоком уровне, обещавших найти решение проблем, но каждый раз останавливавшихся на полпути, восприятие ситуации рынком ухудшалось.

- Когда речь идет о сокращении бюджетного дефицита и роста экономики, инвесторы становятся шизофрениками.
- Восприятие формирует действительность

Во второй половине года в еврозоне не произошло никаких значительных изменений, которые сказались бы на экономической ситуации. Но как только участники рынка и комментаторы стали обсуждать возможность распада еврозоны, эта идея закрепилась в сознании.

Надежда не потеряна, но сейчас восстановление экономики потребует больше усилий, чем год назад. Альтернатива же очень безрадостна, заключает Бланшар.

Алексей Тимофеев
председатель Правления НАУФОР

Реформировать эмиссию

Статья подготовлена по тезисам доклада председателя Правления НАУФОР А. Тимофеева на заседании экспертного совета ФСФР России 13 декабря 2011 года

При ФСФР России в конце 2011 года в качестве совещательных органов сформированы четыре экспертных совета, в состав которых входят представители индустрии. На первом совместном заседании советов НАУФОР представил доклад о совершенствовании процедуры эмиссии на отечественном рынке.

Мировой финансовый кризис в разгаре. Эксперты и аналитики говорят о рисках и прогнозируют ухудшение перспектив. Директор-распорядитель Международного валютного фонда Кристин Лагард, оценивая перспективы мировой экономики, публично заявила: «Если бы мы стали пересматривать прогноз, и вы бы спросили, в какую сторону, то я бы сказала, что точно в сторону понижения».

Словом, в пессимистических констатациях, как и в негативных прогнозах, недостатка нет. Между тем, если взглянуть на данные о том, как выглядел мировой рынок IPO в 2011 году, мы увидим, что он отнюдь не закрыт.

Мировыми лидерами в сегменте IPO — и по количеству, и по объему — является Китай (если учитывать совместно результаты двух бирж Китая и биржи Гонконга). В Европе лидер по количеству IPO — Варшавская биржа. По количеству, но не по объему. Лидером по объемам размещений остается Лондонская биржа.

Данные по российским биржам показывают, что мы заметно отстаем от Бразилии и тем более от Индии.

В России первичного рынка IPO, по существу, нет.

Альтернативный значит мягкий

Есть смысл проанализировать саму структуру IPO. В этом ракурсе можно заметить, что компании активно используют возможность размещаться на так называемых «альтернативных рынках», где требования для эмитентов являются менее жесткими, чем на «основных рынках». Нетрудно заметить, что в Европе большая часть IPO сделана именно на альтернативных рынках.

Самый знаменитый (он же и крупнейший) из альтернативных рынков — Лондонский AIM. Его

Таблица 1. **IPO в 2011 году**

Биржа	Количество	Объем привлеченных средств, млн долл.
Shenzhen Stock Exchange	209	24645
Warsaw Stock Exchange	174	3388
Bombay Stock Exchange	95	н/д
London Stock Exchange	73	19759
Hong Kong Stock Exchange	58	26848
Shanghai Stock Exchange	34	13783
National Stock Exchange India	32	2065
Deutsche Boerse	28	2158
BM&FBOVESPA	11	4558
Istambul Stock Exchange	10	599
ММВБ+РТС	2	753
Colombia Stock Exchange	2	22
Philippine Stock Exchange	2	3

Таблица 2. **Альтернативные рынки ЕС в 2011 году**

Площадка	Количество IPO	Объем привлеченных средств, млн евро	Количество эмитентов в листинге	Количество «российских эмитентов»	Общая капитализация рынка, млрд евро
AIM, London Stock Exchange	39	596	1152	15	75,2
Entry Standard, Deutsche Boerse	5	72	129	1	12,3
NewConnect, Warsaw Stock Exchange	98	81*	314	0	1,9
РИИ ММВБ**	1	10	8	10	0,33

* Данные за первое полугодие 2011 года.
** Данные приводятся справочно, поскольку РИИ не является в полной мере аналогом "нерегулируемого рынка" ЕС.

капитализация — более 75 млрд евро, на нем обращаются акции 1152 компаний. Со стороны российских эмитентов этот рынок — самый востребованный (в категории альтернативных). Всего на него вышла 21 отечественная компания, сейчас обращаются акции 15 российских компаний.

Аналогичный рынок (Entry Standard) есть у Deutsche Boerse, его капитализация — чуть больше 12 млрд евро.

Лидерство Польши по количеству IPO тоже обеспечено на этом поле:

В текущем году 80 польских компаний провели IPO через альтернативный рынок Варшавской биржи — New Connect. Польша развивает этот рынок около пяти лет, и сейчас на нем обращаются бумаги уже более 300 компаний, то есть больше, чем в Германии. На New Connect пока еще нет российских компаний, но не исключено, что это ненадолго. Варшавская биржа уже добилась листинга 44 иностранных компаний; среди них 11 украинских, некоторые из них торгуются именно на New Connect.

Данные по Рынку инвестиций и инноваций (РИИ) российской площадки ММВБ-РТС гораздо слабее.

Хотя считать этот рынок альтернативным — некоторая натяжка, поскольку условия размещения ценных бумаг на РИИ аналогичны условиям размещения в других биржевых сегментах. То есть они нисколько не либеральнее. Поэтому и успешным этот проект пока называть рано.

Однако его предназначение, его замысел — быть российским альтернативным рынком, аналогичным AIM, Entry Standard и New Connect.

Российские-заграничные

Давайте посмотрим на структуру «российских» IPO под другим углом зрения — с точки зрения их локализации.

Слово «российских» умышленно закавычено, поскольку речь идет не только об IPO компаний, зарегистрированных в России, но и о размещении акций

холдингов, владеющих российскими компаниями, — то есть компаниями, которые не являются российскими. Не является российским и их IPO, оно идет в зачет рынку, на котором осуществляется, увеличивает его капитализацию, а не капитализацию российского рынка.

Однако проигнорировать эти размещения нельзя — без этого не понять ситуацию с российским первичным рынком.

Здесь следует сделать несколько комментариев. «Номос-банк» сделал «параллельное» IPO, то есть одновременно разместился и в Лондоне, и на российском рынке. Дело в том, что российские банки по закону не могут создать холдинг за рубежом. А остальные эмитенты, не будучи банками, зарубежные холдинги создали (кроме компании «Ютинет») — и разместились, проигнорировав все ограничения, установленные для «параллельного» размещения.

Обращает внимание, что компания WorldWide PaPa's обратилась за рубеж за финансированием объемом всего 20 млн долларов. Это выразительный пример того, что не только крупные, но и мелкие компании предпочитают зарубежный первичный рынок российскому.

Характерная особенность: на одной из страниц проспекта «Номос-банка» сообщается, что признание выпуска ценных бумаг недействительным может лишить банк возможности получения средств от размещения. Риск признания выпуска недействительным является характерной особенностью именно российской процедуры эмиссии.

Оговорюсь, мы в НАУФОР далеки от мысли, что главной причиной отсутствия в России первичного рынка являются процедурные недостатки. Мы считаем, что эти причины более фундаментальны, а одной из важнейших среди них является отсутствие внутреннего спроса на бумаги.

Вот и Польша тому пример. Активы ее НПФ в два раза больше активов наших негосударственных пенсионных

Таблица 3. IPO российских компаний в 2011 году

Наименование	Государство регистрации	Объем привлеченных средств, млн долл.	Площадка
Группа ГМС	Кипр	360	LSE
НОМОС Банк*	Россия	718	LSE, ММВБ, РТС
ЛенСпец СМУ	Гернси	500	LSE
Yandex	Нидерланды	1300	NASDAQ
Русагро	Кипр	330	LSE
Global Ports Investments Plc	Кипр	534	LSE
WorldWide PaPa's	Великобритания	20	Deutsche Boerse
ФосАгро	Россия	538	LSE, ММВБ, РТС
Ютинет.РУ	Россия	14	ММВБ (РИИ)
Полиметалл	Джерси	781	LSE

* Обязанность коммерческих банков проводить IPO по российскому праву предусмотрена ФЗ "О банках и банковской деятельности".

Таблица 5. **Процедура эмиссии в России и за рубежом: отличия**

Россия	Развитые мировые рынки
Регистрация проспекта при открытой подписке и закрытой подписке, если число инвесторов больше 500	Регистрация проспекта только при открытой подписке с исключениями для небольших эмиссий и эмиссий квалифицированным инвесторам
Регулятор проверяет процедуру эмиссии и полноту информации в проспекте	Регулятор проверяет только полноту информации в проспекте
Требования к проспекту носят формальный характер	Требования к проспекту носят абстрактный характер
Двухнедельный срок между раскрытием проспекта и началом размещения	Нет требований к сроку между раскрытием проспекта и началом размещения
20 (25)-дневный срок для реализации преимущественного права	Есть возможность принятия решения об отказе от осуществления преимущественного права
Регистрация отчета об итогах выпуска — 14 дней (за исключением определенных случаев)	Нет регистрации отчета об итогах выпуска
Запрет на обращение ценных бумаг до регистрации отчета или представления уведомления в ФСФР	Возможность обращения после оплаты, возможность «условного» обращения или обращения прав на ценные бумаги
Ограничение объема выпущенных облигаций размером уставного капитала	Нет ограничений по объему выпущенных облигаций

фондов (они составляют примерно 70 млрд долларов). Активы польских взаимных фондов в десять раз больше активов российских открытых и интервальных ПИФов. На фондовом рынке через брокеров там инвестирует 1,5 млн граждан, это в два раза больше, чем в России. Я не говорю уже о Великобритании и Германии.

Тем не менее процедура эмиссии тоже важна. Давайте же проанализируем, насколько российская процедура отличается от процедуры, принятой за рубежом.

Процедура имеет значение

В таблице 5 приведены важнейшие параметры, негативно отличающие российскую процедуру эмиссии от зарубежной.

Во-первых, в России регистрируются все ценные бумаги. При этом регистрация выпуска ценных бумаг сопровождается регистрацией проспекта не только при открытой, но и при закрытой подписке, если закрытая подписка делается среди более чем 500 инвесторов.

За рубежом проспект нужен только при открытой подписке, да и то далеко не всегда. Есть масса исключений: для квалифицированных инвесторов (в США неквалифицированных инвесторов должно быть не более 35), для небольших эмиссий (в США — до 5 млн долларов, в Европе — до 2,5 млн евро), среди небольшого круга лиц (в Европе — до 100), среди богатых инвесторов (в Европе — если каждый инвестор платит не менее 50 тыс. евро).

Составление проспекта за рубежом воспринимается как обуза, которой пытаются избежать, если есть такая возможность. Вот и не защищает законодатель квалифицированных инвесторов, исходя из того, что они могут сами позаботиться о себе. Не заботится он и о неквалифицированных инвесторах, если их мало.

В целом это означает, что если эмиссия не сопровождается проспектом, то регулятор даже не знает о ней. Эмитент, выпускающий за рубежом ценные бума-

ги без проспекта, не имеет с регулятором никаких дел.

Самое важное состоит в том, что именно такие компании — делающие небольшие размещения, освобожденные от регистрации проспекта — и являются основой иностранных альтернативных рынков. Регулятором для таких компаний является биржа, на альтернативный рынок которой соответствующие компании выходят одновременно с размещением.

Во-вторых, за рубежом задача регулятора — проверить содержание проспекта с точки зрения его полноты и таким образом убедиться, что инвесторы получат необходимую для принятия инвестиционного решения информацию. У нас регулятор проверяет не только это, но и саму процедуру эмиссии. За рубежом регулятор не сможет воспрепятствовать эмиссии, даже если обнаружит нарушения, хотя может потребовать раскрыть соответствующую информацию в проспекте. А у нас он препятствовать не только может, но и должен. В России регулятор играет патерналистскую роль. Он защищает интересы инвесторов, даже если его об этом не просят — нет ни жалоб, ни обращений в суд.

В-третьих, проспект (с точки зрения требований к нему) в России носит исключительно формальный характер.

За рубежом требования более абстрактны. Во время наших встреч с сотрудниками польского органа по надзору они признавались, что у них ушло несколько лет на то, чтобы научить рынок составлять проспект в соответствии с требованиями европейской директивы. До этого у них было ровно так же, как у нас сейчас. Результат формального подхода — низкий интерес к проспекту со стороны инвесторов. Андеррайтерам приходится готовить второй проспект — инвестиционный меморандум, для того чтобы удовлетворить инвесторский интерес к информации. Проспект ценных бумаг даже называют «проспектом для ФСФР», противопоставляя его инвестиционному меморандуму. Честно говоря, это обессмысливает роль проспекта и усилий ФСФР по проверке его полноты на этапе регистрации.

В-четвертых, в России действуют несколько сроков, увеличивающих общий срок проведения эмиссии. Например, срок между публикацией проспекта и началом размещения составляет две недели. Этот срок направлен на то, чтобы предоставить потенциальным инвесторам шанс ознакомиться с проспектом и, возможно, дать рекомендации клиентам. Однако это абсолютно не соответствует принятой практике размещения. За рубежом таких сроков нет, хотя (как и у нас) там есть требование дать инвестору возможность ознакомиться с проспектом до приобретения ценных бумаг.

В-пятых, в России существует еще срок реализации преимущественного права. Этот 20-дневный (а с учетом срока оплаты акций — 25-дневный) срок сильнее всего увеличивает длительность размещения. За рубежом принято проводить подписку за 3-7 дней. Дело в том, что там существует возможность принять на общем собрании решение об отказе от реализации преимущественного права, а в России такой возможности нет.

В-шестых, в России по-прежнему во многих случаях необходима регистрация отчета об итогах выпуска.

Закон делает исключение из этого правила: если в подписке участвовал брокер, и бумаги прошли листинг, то можно направить уведомление. Однако это правило не распространяется на кредитные организации. Что в результате? Появляется дополнительный риск — признания эмиссии несостоявшейся, если регулятор обнаружит нарушения (потенциально любые) в ходе эмиссии. Именно об этом риске предупреждал в своем проспекте «Номос-банк».

В-седьмых, начало обращения ценных бумаг.

Начало обращения размещенных ценных бумаг закон связывает с моментом регистрации отчета (на 14 дней) и с моментом представления уведомления об итогах выпуска. Представить же отчет и уведомление можно только после завершения размещения последнему инвестору, а это можно сделать только после полной оплаты им своих ценных бумаг. Вот и выходит, что проблема с оплатой и открытием счетов нескольких инвесторов заставляет остальных инвесторов, уже оплативших свои ценные бумаги, дожидаться окончания процесса. За рубежом, если ты оплатил свои ценные бумаги, то уже можешь их продать. Даже в том случае, когда на этот счет есть ограничения, допускается некое условное обращение ценных бумаг или обращение прав на размещаемые ценные бумаги. Так или иначе, инвесторы уже могут заработать на разнице между ценой размещения и рыночной ценой.

Последнее, о чем хотелось бы сказать, — это действие в России патриархального ограничения на объем выпуска облигаций (объем ограничивается размером уставного капитала). Предположение, что уставной капитал выполняет роль гарантии интересов кредиторов, не выдерживает никакой критики. А вот связанные с этим ограничения заметно усложняют работу компаний. В настоящее время российское законодательство уже знает несколько исключений из этого ограничения — биржевые и ипотечные облигации. За рубежом подобных ограничений нет вовсе.

Лучшее лучше хорошего

Зарубежное регулирование эмиссии ценных бумаг выгодно отличается от российского, однако и оно не стоит на месте. В ноябре 2010 года в европейскую Директиву о проспекте были внесены изменения, которые должны быть имплементированы странами ЕС до 12 июня 2012 года.

Европейцы либерализуют процедуру эмиссии, увеличивая до 5 млн евро в год планку привлечения, начиная с которой необходимо регистрировать проспект. (Тут ЕС приближается к американцам, установившим такую планку на уровне 5 млн долл.) В то же время регулятор Евросоюза повышает планку минимальной оплаты для каждого инвестора — с 50 тыс до 100 тыс евро. Таким способом финансовые власти ужесточают процедуру, не считая необходимым регистрировать проспект в случае, если каждый инвестор будет платить в два раза больше, чем раньше.

В октябре Комитету по вопросам небольших и новых компаний американской комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC) было поручено разработать предложения по дифференциации требований к эмиссии в зависимости от размера компании и других факторов. Это событие отражает обеспокоенность американцев успехами альтернативных рынков Европы и Азии.

Поручение президента

10 октября 2011 года состоялось заседание Совета по развитию финансового рынка при Президенте РФ, где обсуждался вопрос совершенствования процедуры эмиссии в России.

По итогам этого заседания президент дал поручение: «обеспечить принятие федеральных законов, направленных… на упрощение процедуры эмиссии ценных бумаг, рассмотрев при этом целесообразность отмены регистрации выпусков ценных бумаг, не сопровождающихся регистрацией проспекта ценных бумаг, отмены ограничений выпуска облигаций, номинальная стоимость которых не должна превышать размер уставного капитала акционерного общества, и исключения необходимого дополнительного решения о внесении изменений в устав акционерных обществ по результатам выпуска ценных бумаг.

Таким образом, президент считает упрощение процедуры эмиссии необходимым.

При этом он считает возможным вовсе отказаться от регистрации ценных бумаг, а перейти — как и за рубежом — к регистрации проспектов. Он также полагает необходимым отказаться от ограничения выпуска облигаций размером уставного капитала и, как мы толкуем это поручение, от необходимости вносить изменения в устав акционерного общества по результатам выпуска акций.

Мы толкуем пассаж об уставе образом, описанным выше, потому что, если речь идет об освобождении от дополнительного решения после размещения, то этот пункт уже содержится в законе. Не жирным же шрифтом написать теперь то же самое поручает нам президент. А вот смысл в том, чтобы вовсе освободить акционерные общества от внесения изменений в устав по результатам эмиссии, на мой взгляд, есть. Этим устраняется одна из административных процедур, в значительной степени юридически бессмысленная, а значит, упрощается и вся процедура эмиссии.

Предложения НАУФОР

Итак, что предлагает НАУФОР. Само собой, мы считаем, что проспект необходим только в случае публичного предложения (открытой подписки) и должен быть отменен для подписки закрытой.

Мы также предлагаем освободить от регистрации проспекта и некоторые случаи открытой подписки — те же случаи, когда она освобождена от проспекта за рубежом.

Вот эти случаи:

- эмиссия для квалифицированных инвесторов (где понятие «квалифицированные инвесторы» в целом совпадает с понятием, данным в законе о рынке ценных бумаг). Предполагается, что эти инвесторы, принимая инвестиционное решение, могут позаботиться о себе сами и избавить эмитента от издержек, связанных с подготовкой проспекта;
- небольшая по объемам эмиссия (до 1 млрд рублей в год). Предполагается, что если привлекаются незначительные средства, то это действие не несет большой социальной опасности и следует освободить его от лишних издержек;
- эмиссия, небольшая по количеству приобретателей (до 100, не считая владельцев ценных бумаг, реализующих преимущественное право). В этом случае можно использовать тот же самый аргумент, что в предыдущем пункте. А именно, если в эмиссию вовлечено небольшое число неквалифицированных инвесторов, то это не связано с большой социальной опасностью и позволяет отказаться от проспекта как меры защиты;
- эмиссия, в соответствии с условиями которой каждый инвестор должен уплатить не менее 2 млн рублей.

Цифра может обсуждаться и с учетом российского, а также европейского опыта вырасти в два раза. Но идея понятна — в отношении состоятельных инвесторов действует та же презумпция, что в отношении квалифицированных — они могут позаботиться о себе сами.

Таким образом, мы резко сокращаем случаи, когда эмиссия должна сопровождаться проспектом.

Для этих случаев мы предлагаем упростить и административный этап, то есть процедуру регистрации ценных бумаг. Мы не решились вовсе отказаться от регистрации ценных бумаг, если она (регистрация) не сопровождается проспектом. Поручение президента дает нам такую возможность, но мы думаем, что можно сделать регистрацию ценных бумаг без проспекта уведомительной. В этом случае регулятору следует предоставлять минимальный перечень документов: скорее всего, только заявление и решение о выпуске. Решение о выпуске может быть регулятором раскрыто, и

если в течение 10–20 дней суд не запретит регистрацию, то оно будет зарегистрировано.

При наличии проспекта

Что же делать в случае, если эмиссия сопровождается проспектом? В этом случае роль регулятора возрастает, однако, на наш взгляд, она должна быть ограничена контролем за полнотой проспекта. Регулятор может отказать эмитенту в регистрации ценных бумаг, если проспект не соответствует требованиям к информации, которая должна в нем содержаться. Решение о выпуске (как и в остальных случаях) раскрывается на сайте ФСФР и у заинтересованных лиц появляется возможность обжаловать выпуск ценных бумаг в суде. Суд (как и в остальных случаях) может при таком течении событий дать регулятору определение, запрещающее регистрацию ценных бумаг.

В чем состоит идея проекта проспекта?

За рубежом кое-где существует некий предварительный этап проверки проспекта регулятором, который очень ускоряет последующую регистрацию. Мы сомневаемся в возможности ввести такой этап в России, однако видим возможность допустить, чтобы регулятору представлялся проспект, еще не утвержденный советом директоров.

Действительно, в России проспект утверждается советом директоров (что происходит далеко не везде). И в случае, если регулятор требует исправить проспект, то совет директоров должен переутвердить его. Здесь имеется еще большое поле для повышения гибкости процесса — в том числе путем введения возможности регистрации проспекта по частям, таким образом, чтобы, когда понадобится срочно выпустить ценные бумаги, то у эмитента оставалась бы необходимость зарегистрировать только третью, самую короткую, часть проспекта (непосредственно связанную с размещаемыми ценными бумагами).

Эксперимент с описанием проспекта в законе, возможно, оказался неудачным. Полагаю, что стоило бы отдать требования к нему на усмотрение регулятора. Это сделает процесс более гибким. Безусловно, хотелось бы надеяться, что на уровне подзаконных нормативных актов будут закреплены требования, близкие к требованиям Европейской директивы о проспекте.

Биржа это может

Еще один важный шаг для того, чтобы оживить альтернативный рынок — необходимость наделить фондовую биржу правом регулировать раскрытие информации для публичного обращения ценных бумаг, которые не сопровождались регистрацией проспекта.

Небольшие компании, делающие открытую подписку, но по предложенным нами основаниям избегающие регистрации проспекта, обращаются к авторизованным биржей посредникам (nomad-ы на AIM, впрочем, это уже сделано и на ММВБ-РТС для РИИ) и допускаются к публичному (именно публичному!) обращению на особой площадке биржи, подчиняясь особым (обычно более либеральным) правилам раскрытия информации, установленным биржей. Вот это и является механизмом функционирования альтернативного рынка.

Следующие предложения НАУФОР касаются этапа размещения ценных бумаг. Необходимо сократить до общепринятых сроки процедуры эмиссии. Убрать двухнедельный срок между раскрытием проспекта и началом размещения, сократить срок преимущественного права, если эмитент раскрывает информацию на сайте или в СМИ. Мы не уверены, что следует допустить возможность отказа общего собрания акционеров от реализации преимущественного права. Но сократить этот срок до более приемлемого (семи дней) мы считаем возможным.

Очень важно ввести возможность обращения ценных бумаг после их полной оплаты и до представления уведомления регулятору.

Уведомление должно приобрести окончательно информационный характер – регулятор должен знать, сколько именно ценных бумаг было в итоге размещено. Разумеется, следует отказаться от регистрации отчета об итогах выпуска в тех случаях, когда это требование еще действует. Риск административного признания выпуска несостоявшимся следует исключить.

Следует также оказаться от того, чтобы ограничивать объем выпуска облигаций размером уставного капитала. Это ограничение и так постепенно демонтируется путем введения одного исключения за другим. Осталось признать, что это ограничение бессмысленно в целом и мешает эмиссии облигаций.

Институт биржевых облигаций — один из самых успешных экспериментов ФСФР. Он доказал возможность дерегулирования. Мы предлагаем пойти дальше и расширить возможность биржи определять требования к биржевым облигациям. В частности, следует исключить из закона запрет на выпуск биржевых облигаций для иных эмитентов, кроме эмитентов, уже имеющих листинг. Зачем запрещать? Выпуск облигаций — часто первый шаг компании на фондовый рынок, так пусть она его сделает, даже не имея никакого листинга к этому моменту.

Повторюсь, НАУФОР считает, что существуют более фундаментальные проблемы, препятствующие развитию российского первичного рынка, чем процедура эмиссии. Необходимо сделать их предметом обсуждения в дальнейшем. Однако процедура эмиссии также требует своего совершенствования. И не исключено, что в том случае, если нам удастся провести по-настоящему глубокую реформу, мы достаточно быстро сможем увидеть оживление первичного рынка небольших компаний. ◻

Юрий Туктаров
партнер юридической компании «Линия права»

Любовь Семикова
юрист

Разориться дешево

Управлять риском банкротства в финансовых сделках можно через применение стандартных инструментов уменьшения риска

По признанию многих специалистов, в настоящее время глобальный уровень приобрела тема реформирования законодательства о банкротстве. Реформы должны быть направлены в сторону повышения эффективности процедуры и снижения ее стоимости.

Российский институт банкротства очень дорого обходится всем участникам коммерческих отношений (что оказалось бедой института банкротства и во всех других странах). Реформирование соответствующего законодательства, скорее всего, приведет к появлению качественно нового законодательства о банкротстве[1].

Мы уже подвергали совместному анализу[2] тему риска банкротства, под которым мы понимаем риск финансовых потерь, возникающих в результате подачи заявления о признании должника банкротом и (или) осуществления в отношении такого заемщика процедуры банкротства[3]. Главное достоинство той статьи заключается в постановке проблемы стоимости процедуры банкротства для кредиторов и собственников бизнеса, а также в анализе такой стоимости на примере российской правоприменительной практики.

В кризис, когда многие компании испытывают финансовые трудности и нередко заемщики используют такого рода трудности, чтобы не платить по своим долгам, особенно легко писать статью о том, каким образом кредиторам нужно управлять риском банкротства заемщика. Несколько лет назад, в период активно растущей экономики, риск банкротства, казалось, имел мало общего с реальностью. Можно было считать его не более чем воспоминанием о лихих 90-х. Напротив, в настоящее время многие кредиторы испытывают крайне острую необходимость учитывать риск банкротства, и часто на своем собственном кошельке.

Из негативного опыта следует извлекать уроки.

В международную практику финансовых сделок управление риском банкротства вошло после кризиса 1987 года, когда в США и многих других странах недобросовестные должники в массовом порядке стали использовать банкротство либо для давления на кредиторов при реструктуризации долга, либо вовсе для уклонения от погашения

обязательств, в том числе посредством применения моратория на погашение суммы основного долга и (или) уплату процентов[4].

Настало время осознать необходимость управления риском банкротства и в российской финансовой практике.

В широком смысле управление риском банкротства может осуществляться за счет самых различных инструментов. Например, с этой точки зрения использование залога также направлено на снижение финансовых потерь в случае банкротства должника (поскольку повышается приоритетность залогового кредитора и снижается риск недостаточности средств для удовлетворения его требований). В этой статье мы будем говорить об использовании специальной юридической структуры, на базе которой применяется целый набор инструментов для снижения риска банкротства. Вслед за международной практикой такая юридическая структура для целей настоящей статьи будет называться SPV (special purpose vehicle)[5], которая может быть юридическим лицом (компанией), а может и не быть таковым (в международной литературе последние договорились называть фондом)[6]. В российском праве примером такого типа SPV является паевой инвестиционный фонд и ипотечное покрытие по ипотечным сертификатам участия.

В результате анализа конкретных инструментов управления риском банкротства мы заметили следующие тенденции. Современные финансы для управления риском банкротства стремятся уйти от обычного (корпоративного) финансирования против всего бизнеса заемщика к специальным видам финансовых сделок (где имущество заемщика ограничено в размерах, и его стоимость равна или близится к размеру предоставляемого финансирования). Например, к таким специальным видам финансирования относятся (а) проектное и инфраструктурное финансирование (project and infrastructure finance); (б) финансирование под выручку от определенного имущества, например, офисного здания, гостиницы, складских помещений или иного вида недвижимого или иного имущества (asset finance); и (в) секьюритизация финансовых активов (asset securitisation)[7]. Названные типы финансовых сделок объединяет то, что по таким сделкам предоставляется финансирование, по которому заведомо известно, что размер активов по отношению к долгу не увеличится, и потому любые непредсказуемые потери обязательно приведут к убыткам на стороне инвесторов[8].

Одной из причин использования специальных видов финансирования является стремление получить возможность управлять риском банкротства. В таких сделках стороны либо вовсе уходят от применения законодательства о банкротстве (в случае использования фонда), либо заранее уменьшают вероятность банкротства (а также вероятность возникновения финансовых потерь), либо предпринимают меры для того, чтобы начало процедуры банкротства, а также ее осуществление и завершение протекали в соответствии с изначальными договоренностями между всеми инвесторами (и под их контролем)[9]. На законодательном уровне названные тенденции выражаются в том, что во многих странах возможность применения фонда все больше расширяется для использования по самым разнообразным финансовым сделкам. Многие страны для специальных видов финансовых сделок дополняют правила о банкротстве диспозитивными нормами или вовсе исключают применение правил о банкротстве (предусматривая применение положений о ликвидации, причем по правилам, которые стороны определят в своей документации по сделке).

Применяющиеся на практике инструменты управления риском банкротства в настоящее время достаточно подробно описаны в разного рода публичных источниках[10]. Современные техники финансирования предполагают участие широкого круга профессиональных участников. В том числе это касается юристов, разрабатывающих с финансистами структуру сделки и готовящих документацию по ней, рейтинговыми агентствами, через мнение которых формализуется оценка кредитных рисков[11] и часто зависит круг инвесторов и стоимость привлекаемого финансирования[12]. Другая особенность — возможность разделения сделки на несколько этапов и элементов — позволяет выбирать наиболее благоприятную юрисдикцию для осуществления той или иной части сделки. Этот выбор может зависеть как от экономических причин (наличие развитого рынка капитала, льготное налогообложение), так и от юридических — гибкость одной правовой системы и

неприспособленность другой[13]. В итоге на создание специального регулирования, посвященного финансовым сделкам, оказывают влияние рейтинговые агентства и формализованные агентствами стандарты оценки[14].

В отсутствие формальной унификации страны, создающие национальное законодательство, благоприятствующее таким техникам финансирования, во многом идут по пути имплементации наиболее успешных законодательных решений и существующей в иностранных правопорядках лучшей практики[15]. Это наиболее важно для стран с развивающейся экономикой, к которым относится и Россия. Существующие сомнения в отношении предсказуемости, прозрачности и устойчивости их правовых систем заставляют рассматривать создание специального регулирования, выверенного в соответствии с международными стандартами.

Настоящая статья рассматривает ограничение риска банкротства путем использования SPV в форме фонда. (Во второй статье, планируемой к публикации в следующих номерах «ВН», будет рассмотрена защита от риска банкротства в рамках компании, которая используется в качестве SPV.) В связи с готовящимися изменениями отечественного законодательства также будет рассмотрено и регулирование, предлагаемое Проектом федерального закона «О секьюритизации»[16] (Законопроект ФСФР) и Проектом федерального закона «О секьюритизации», подготовленным под эгидой Ассоциации региональных банков (Законопроект АРБ)[17].

Защита от риска банкротства: фонд

Фонд (юридически обособленное имущество, которое не является юридическим лицом) является очень удобной конструкцией для привлечения финансирования. В настоящей статье на примере законодательства двух стран (Франции и России) будут показаны фонды в качестве успешных «платформ» для привлечения финансирования. Фонд во многих континентальных странах не отличается большой гибкостью, но в отношении него не распространяются нормы о банкротстве, что повышает его привлекательность для участников финансовых сделок. При этом опыт Франции представляется наиболее интересным и привлекательным примером для сравнения. Французская Республика была первой континентальной страной, позаботившейся о создании специального национального регулирования современных финансовых сделок. Современное французское регулирование – плод многочисленных изменений, направленных на придание большей гибкости и эффективности модели с параллельным расширением ее применения — рассматривается сегодня в качестве одного из наиболее удачных в Европе.

Франция

Конструкция траста в континентальных правопорядках продолжительное время вызывала известные отрицания (возможности существования), в силу чего европейским законодателям пришлось осуществить поиск правовой конструкции, имитирующей (синтезирующей) функциональные свойства траста. Применительно к секьюритизации впервые такой подход был реализован во Франции, первой европейской стране, создавшей специальное законодательство о секьюритизации. Закон № 88-1201 от 23.12.1988 ввел новую форму Fondes Commune de Creanes (далее — FCC) — фонд, не имеющий «юридической личности», при этом было предусмотрено, что в отношении такого фонда невозможно возбуждение процедуры банкротства[18].

Данная форма была новой для французского законодательства, в котором ранее не существовало каких-либо схожих конструкций. FCC определяется как совместное владение (общая собственность), имеющее в качестве единственной цели приобретение прав требований и эмиссию долевых ценных бумаг (паев, долей)[19], представляющих права в отношении денежных требований. Вместе с тем держатели долевых ценных бумаг несут ответственность за долги фонда (либо субфонда) только в пределах имущества фонда пропорционально имеющимся у них долям. Более того, держатели долей фонда обладают рядом прав участников корпорации. При этом FCC не обладает правами юридической личности, однако к нему не применяются и положения Гражданского кодекса Франции, регулирующие совместную собственность, равно как и правила ГК, регулирующие нераскрытое партнерство (undisclosed partnership)[20]. Таким образом, структура FCC не позволяет отнести его ни к одному из традиционных институтов гражданского права. Принятая конструкция приводит к тому, что правила, регулирующие деятельность иных форм юридических лиц, равно как и регулирующие иные формы ведения совместной деятельности, существующие вне рамок юридического лица, не могут автоматически применяться к FCC. Тем самым круг правил, применяемых к данной форме, ограничивается регулированием, установленным непосредственно в отношении FCC[21]. Результатом является возможность более гибкого и точечного регулирования данных отношений для законодателя и большая понятность регулирования для участников рынка.

FCC образуется совместно компанией, ответственной за менеджмент фонда (управляющая компания), и компанией, которая будет действовать в качестве депозитария активов фонда (депозитарий). В качестве управляющей компании может выступать коммерческая организация, лицензированная Commission des Operations de Bourse[22], единственной целью деятельности которой является управление секьюритизированными фондами[23]. Управляющая компания вправе выступать от имени фонда перед

третьими лицами, в том числе в рамках судебных процессов[24]. В силу отсутствия законодательных ограничений управляющая компания может осуществлять управление несколькими фондами. Управляющая компания принимает решения, относящиеся к управлению фондом, в том числе отбирает права требования для приобретения, согласовывает условия приобретения долгового портфеля FCC, совместно с депозитарием фонда составляет его регламент и, если необходимо, согласует с продающим кредитным учреждением либо третьей стороной условия сервисного обслуживания приобретаемых долгов. Также управляющая компания определяет способы инвестирования излишних денежных средств, срок распределения которых не наступил, и под наблюдением депозитария составляет каждые 6 месяцев реестр активов фонда или его субфондов[25]. Подзаконным актом установлено ограничение относительно участников/акционеров управляющих компаний: банки и их дочерние компании, продающие FCC права требования вправе индивидуально или совместно владеть не более чем 1/3 акций управляющей компании соответствующего фонда[26].

Установлены специальные требования к организации, выступающей депозитарием FCC: в качестве таковой может выступать французская кредитная организация, французский филиал кредитной организации, зарегистрированной в государстве — члене ЕЭС, либо любая другая организация, одобренная Министерством экономики Франции[27]. Законом установлено, что функции депозитария может осуществлять и цедент, передающий права требования в управление FCC, либо организация, осуществляющая функции сервисного агента по правам требования, переданным фонду[28]. Помимо аккумулирования денежных средств в отношении денежных потоков и прав требований, получаемых фондом, и распределения денежных средств данная организация также осуществляет проверку решений управляющей компании на соответствие их правилам и условиям, установленным в General Regulations of the Financial Markets Authority[29].

Управляющая компания и депозитарий совместно составляют тексты внутренних документов фонда, которые должны быть одобрены Commission des Operations de Bourse после консультации с Банком Франции[30], в том числе меморандум, относящийся к сделке, целью которого является предоставление подписчикам предварительной информации о сделке[31].

Держатели ценных бумаг юридически не участвуют ни в образовании фонда, ни в управлении им, не имеют права отстранить от управления управляющую компанию либо депозитарий. Также законодательство Франции не предусматривает какую-либо организацию держателей ценных бумаг ни в качестве отдельного органа, ни в качестве представителя владельцев ценных бумаг, противостоящего фонду, управляющей компании, депозитарию[32]. Представляется, что законодатель не использовал данные конструкции, направленные на обеспечение контроля за действиями управляющих органов, решения которых могут иметь критический характер для интересов инвесторов, заменив их установлением «двуглавой» взаимобалансирующей системы управления FCC, усиленной широкими контрольными полномочиями государственных регуляторов.

Подводя итог, французскую модель Fondes Commune de Creanes можно представить в качестве базирующейся на следующих принципах:

- наличие специального образования, в отношении которого невозможно применение процедуры банкротства, имеющего строго определенную цель деятельности. Свойства этого образования серьёзно отличаются как от образований, построенных на корпоративной модели, так и от построенных на модели совместной собственности, но до определенного предела, смешивающего в себе черты обеих;
- осуществление управления данным специальным образованием несколькими субъектами права, балансирующими друг друга в целях исключения принятия решений, которые могут повлечь нежелательные для инвесторов последствия;
- применение специальных критериев к субъектам, участвующим в управлении специальным образованием (сводящихся либо к ограничению их правоспособности единственным видом деятельности, либо к установлению требований об их существовании в форме кредитной организации, к деятельности и финансовой устойчивости которых все развитые правопорядки устанавливают строгие стандарты), тем самым ограничивая риски инвесторов, связанные с возможным наступлением несостоятельности данных субъектов;
- обширное контролирование деятельности как специального субъекта, так и компаний, осуществляющих управление им со стороны органов государственной власти.

Стоит отметить, что первоначально французский законодатель создал достаточно осторожную и ограниченную по составу имущества структуру[33], дальнейшее развитие которой пошло по пути постепенного создания больших возможностей использования FCC. Так, сегодня FCT (в 2008 году в рамках реформы законодательства о секьюритизации FCC был переименован в «Fondes Communes de Titrisation» (далее — FCT), помимо права неоднократной эмиссии долей, получил возможность эмитировать облигации[34], участвовать в сделках синтетической секьюритизации (секьюритизации с передачей кредитных рисков, а не самого актива)[35], с 2008 года FCT стало возможным использовать для секьюритизации страховых рисков.

Впоследствии модель французского фонда была воспринята Португалией[36] и Испанией[37]. Возможность создания SPV в форме фонда также присутствует в специальном законодательстве Люксембурга[38].

Необходимо отметить и другую французскую новеллу. С 2008 года во Франции возможно создание SPV и в форме компании (société de titrisation), к которой в принципе неприменимы процедура банкротства и общие положения о ликвидации, содержащиеся в Коммерческом кодексе Франции[39]. Эта компания может быть создана в форме société anonyme (аналог российского акционерного общества) или société par actions simplifiée (акционерное общество упрощенного типа). Управление делами компании осуществляют также управляющая компания и депозитарий[40]. Деятельность société de titrisation прекращается по завершении обращения эмитированных ею ценных бумаг либо в случае финансовых трудностей компании. При этом и условия, и процедура прекращения компании полностью устанавливаются в её учредительных документах[41].

Россия

В российском законодательстве также закреплена форма коллективных инвестиций в виде паевого инвестиционного фонда, которая может использоваться в качестве специальной юридической структуры для привлечения финансирования (SPV). Аналогично французскому фонду российский закрытый паевой инвестиционный фонд (далее — ЗПИФ) также не подвержен риску банкротства. Использование данной формы для целей секьюритизации широкого класса договорных денежных требований стало возможным после внесения изменений в законодательство, позволивших внесение в доверительное управление ЗПИФ денежных требований по обеспеченным ипотекой обязательствам из кредитных договоров и договоров займа (2006), а также прочих обеспеченных кредитов и займов (2008).

Закрытый паевой инвестиционный фонд не является юридическим лицом, а стало быть, в отношении него не распространяется процедура банкротства. При этом ЗПИФ имеет существенные структурные отличия от FCT в вопросе конструкций, направленных на снятие риска недобросовестных действий со стороны управляющей компании. В отличие от FCT, конструкция закрытого паевого инвестиционного фонда предусматривает, по сути, только один орган управления – управляющую компанию. Специализированный депозитарий обладает крайне ограниченными полномочиями в смысле контроля за деятельностью управляющей компании. По общему правилу, управляющая компания вправе осуществлять любые сделки и фактические действия в отношении переданного в доверительное управление имущества, «представлять» паевой фонд в суде. Контроль обеспечивается за счет придания большей активности инвесторам фонда в форме общего собрания владельцев инвестиционных паев ЗПИФ и/или инвестиционного комитета (последнее применимо только в том случае, если паи ЗПИФ предназначены для квалифицированных инвесторов).

Общее собрание владельцев инвестиционных паев ЗПИФ вправе утверждать изменения и дополнения, вносимые в правила доверительного управления по кругу вопросов, предусмотренных Федеральным законом об инвестиционных фондах и подзаконными актами ФСФР, принимать решение о замене управляющей организации, досрочном прекращении или продлении срока доверительного управления фондом.

Правила доверительного управления ЗПИФ, паи которого предназначены для квалифицированных инвесторов (то есть «инвестиционные паи, ограниченные в обороте»), могут ограничивать деятельность управляющей компании необходимостью получения одобрения сделок с имуществом, составляющим ЗПИФ, всеми или несколькими инвесторами (инвестиционным комитетом). Порядок формирования инвестиционного комитета и одобрения им сделок, так же как и критерии таких сделок, устанавливается правилами доверительного управления. Обязательства по сделкам, совершенным в нарушение данных правил, несет управляющая компания, долги, возникшие по таким обязательствам, не могут погашаться за счет имущества, составляющего ЗПИФ[42]. Таким образом, риск недобросовестных действий управляющей компании может быть сведен к минимуму.

На сегодняшний день первым недостатком легальной конструкции ЗПИФ, инвестиционные паи которого предназначены для квалифицированных инвесторов, является узкий круг прав требований, которые могут входить в состав такого фонда. Российский проект закона о секьюритизации предлагает ввести возможность включения в состав имущества ЗПИФ любых оборотоспособных прав требований (в том числе будущих прав требований)[43].

Второе, на что нужно обратить внимание, — это возможность выпуска облигаций в отношении инвестиционного фонда. Французский законодатель прямо предусмотрел такую возможность, несмотря на то, что с догматической точки зрения инвестиционный фонд не является юридическим лицом (потому, казалось бы, должником быть не может). Законодатель во Франции преодолел в себе привычку думать, что облигации может выпустить только лицо. Мы полагаем, что в целях развития российского финансового рынка необходимо также изжить подобное шаблонное представление. Инвесторы в облигации в таком случае получают все преимущества ЗПИФ, в том числе отсутствие риска банкротства, отсутствие необходимости принудительной ликвидации в связи со снижением размера чистых активов

ниже размера уставного капитала (п. 4 ст. 99 ГК РФ) и т.п.

В-третьих, проблемой конструкции ЗПИФ является невозможность транширования выпускаемых им ценных бумаг (выделения паев с разными по приоритету правами в отношении одного инвестиционного фонда). Безусловно, наиболее желательным вариантом стало бы прямое внесение в Федеральный закон от 29.11.2001 № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» (далее — Закон об инвестиционных фондах) положений, устанавливающих возможность создания двух и более классов ценных бумаг ЗПИФ (с разными правами по ним), будь то паи или облигации. Однако уже сейчас Закон об инвестиционных фондах содержит положения, изменение понимания которых со стороны регулятора могло бы позволить создание различных классов паев без внесения изменений в закон. Так, согласно, ст. 14 Закона об инвестиционных фондах «каждый пай удостоверяет право собственности в отношении одинаковой доли в праве общей собственности на имущество, составляющее инвестиционный фонд, и одинаковые права». Вместе с тем слово «одинаковые» можно понимать в двух значениях: «одинаковые» в смысле «равные» и «одинаковые» в смысле «предоставляющие одинаковый набор прав» (перечисленные ранее в той же статье право требовать от управляющей компании надлежащего доверительного управления ПИФ, право на получение денежной компенсации при прекращении договора доверительного управления ПИФ со всеми владельцами инвестиционных паев, право участвовать в общем собрании владельцев инвестиционных паев, право на получение дохода от доверительного управления имуществом). Второе понимание позволило бы отойти от негибкости имеющегося регулирования без внесения изменений в Закон об инвестиционных фондах, не лишив смысла и абз. 5 п. 1 ст. 14 Закона — ни один из классов паев не может быть в принципе лишен предоставляемых инвестиционным паем прав, хотя каждый из классов может предоставлять своим владельцам разные уровни риска и доходности. Подобное изменение понимания равности прав по инвестиционным паям позволило бы более гибко устанавливать отношения между их владельцами, например, через механизм соглашения сособственников о разделе доходов от общего имущества.

В-четвертых, в Законе об инвестиционных фондах предусмотрен запрет на выпуск ценных бумаг, производных от паев. В отсутствие четкого понимания степени и характера «производности» можно поставить под сомнение выпуск облигаций с залогом паев, хотя для такого запрета нет никаких причин (ст. 14 Закона).

В заключение хотелось бы подчеркнуть, что фонд может выполнять роль «площадки» для привлечения разного рода финансирования. Для этого есть богатый международный опыт, который нам необходимо учитывать и к которому нужно стремиться. Предсказуемые расходы на поддержание деятельности фонда (депозитарий, управляющая компания и прочее) иногда могут быть более выгодными по сравнению с непредсказуемыми расходами и потерями в случае заявления и (или) осуществления в отношении заемщика процедуры банкротства. Нам представляется, что для определенных типов финансирования (с фактором ограниченного количества активов) уход от риска банкротства путем использования фондов может быть приемлемой возможностью. ◻

Примечания

1 Дополнительно смотри недавние статьи на эту тему: Van Dijck, Gijs and Gramatikov, Martin, What Determines Bankruptcy Costs? An Empirical Investigation (August 3, 2009). Tilburg University Legal Studies Working Paper No. 011/2009; TISCO Working Paper Series on Civil Law and Conflict Resolution Systems No. 008/2009. Available at SSRN: http://ssrn.com/abstract=1443113, Cecil, Michelle Arnopol, A Reappraisal of Attorneys' Fees in Bankruptcy (October 29, 2009), Kentucky Law Journal, Forthcoming; University of Missouri School of Law Legal Studies Research Paper No. 2009-31. Available at SSRN: http://ssrn.com/abstract=1496304.

2 Ю. Е. Туктаров, Л. Е. Семикова, Сколько стоит банкротство для кредиторов?// Закон, 2009 г., № 9, стр. 75-85.

3 Здесь мы используем термин «заемщик» в самом широком смысле (тот, кто привлекает финансирование), включая компанию, которая привлекла деньги в долг через заключение договора кредита или займа, договора лизинга или факторинга, получив рассрочку платежа по договору поставки или какого-либо иного договора, включая выпуск облигации или выдачу векселя. Схожие с кредиторами риски на себя принимают инвесторы, которые не контролируют актив, в отношении которого они предоставляют свой капитал. Например, это касается владельцев привилегированных акций и, в известных случаях, владельцев обыкновенных акций, а также участников общества с ограниченной ответственностью с соответствующим размером доли в уставном капитале обществ с ограниченной ответственностью.

4 Один из выводов, которые сделали финансовые институты после анализа текущего кризиса, — это необходимость учитывать цикличность развития экономики (когда период роста сменяется периодом спада). В контексте нашей темы это означает, что при финансировании компании необходимо обязательно учитывать риск банкротства, в том числе ее поведение в случае значительных финансовых затруднений.

5 SPV в лексиконе участников финансовых сделок используется в двух значениях: (а) как структура, которая просто создана для реализации одной сделки (или нескольких сделок), и (б) как структура, которая создана для реализации одной сделки (или нескольких сделок) и в отношении которой предприняты специальные меры по уменьшению рисков банкротства (SPV with bankruptcy remoteness). Подробнее на эту тему: Ю. Туктаров, М. Карпачева, Д. Соболев. Незащищенность инвесторов будет непременно использована // Cbonds Review, 2007, № 8, стр. 36 – 40.

6 E.g., A Framework for European Securitisation, available at: www.sifma.org/regulatory/pdf/euroean-securitisation-WP.pdf

7 Термин «секьюритизация» (от слова "security" в значении ценная бумага фондового рынка) в данном случае используется для обозначения отдельного способа финансирования, при котором будущая выручка от определенного актива (или совокупности активов) используется для привлечения на фондовом рынке финансирования путем выпуска ценных бумаг, исполнение по которым осуществляется в первую очередь за счет этой будущей выручки (секьюритизация финансовых активов). В средние века выпускали ценные бумаги под будущую выручку от налоговых поступлений; в 70-х годах прошлого века для секьюритизации стали использовать ипотечные кредиты, затем все прочие кредиты (в том числе потребительские, автомобильные, корпоративные); в настоящее время для секьюритизации используют значительное количество видов и типов активов, по которым планируется определенная будущая выручка.

8 Названные типы финансовых сделок в данном случае можно противопоставить сделкам корпоративного финансирования (corporate finance), по которым в первую очередь учитываются перспективы определенного бизнеса, отрасли в целом и опыт команды, которая занимается его управлением. См. подробнее: Sue Wright, International Loan Documentation. London, 2006.

9 Названные типы финансовых сделок в данном случае можно противопоставить сделкам корпоративного финансирования (corporate finance), по которым в первую очередь учитываются перспективы определенного бизнеса, отрасли в целом и опыт команды, которая занимается его управлением. См. подробнее: Sue Wright, International Loan Documentation. London, 2006.l

10 Международные стандарты регулирования секьюритизации финансовых активов можно найти в различных источниках. В частности, авторитетными документами можно назвать следующие: (а) заключения рейтинговых агентств по конкретным сделкам, а также методологические указания рейтинговых агентств об оценке правовых рисков по сделкам секьюритизации (см. сайты рейтинговых агентств: www.moodys.com, www.standardandpoors.com, www.fitchratings.com), (б) общие правовые рекомендации, а также заключения по законодательству отдельных стран таких международных организаций, как Европейский форум секьюритизации www. www.sifma.org, Американского форума секьюритизации (www.americansecuritization.com), Ассоциации юристов на рынке ценных бумаг (www.efmlg.org); (в) законодательные акты стран, где уже приняты нормативные акты о секьюритизации и которые имеют успешный опыт их применения (например, Италия, Южная Корея, Малайзия, Франция, Германия, Япония и другие).

11 Рейтинговые агентства оценивают кредитный риск (риск полного или частичного неисполнения взятых на себя обязательств в связи с невозможностью или нежеланием исполнять свои обязательства заемщиком). Кризис показал, что помимо кредитного риска необходимо оценивать рыночный риск (риск изменения рыночной стоимости имущества) и системный риск по сделке (риск, в том числе связанный с циклическим развитием экономики, когда подъем сменяется падением экономики).

12 Последние четверть века роль рейтинговых агентств значительно выросла. Во-первых, все большее количество активов и видов деятельности финансируются через размещение ценных бумаг (не через получение кредита от банка). Во-вторых, большому количеству инвесторов в ценные бумаги предъявляется требование о том, чтобы они вкладывали средства только в те ценные бумаги, которые обладают определенным уровнем рейтинга. Поэтому большое количество сделок по привлечению финансирования оценивались тем или иным рейтинговым агентством (Moody's, Fitch или Standard&Poor's).

13 При этом несовершенство законодательной базы и правоприменительной практики может иметь более весомое значение для выбора юрисдикции, нежели экономические факторы. Dvorak Y. A. Transplanting Asset Securitization: Is the Grass Green Enough on the Other Side? // 38 Houston Law Review 545–546 (2001).

14 См., например, Standard&Poor's, Structured Finance Ratings: European Legal Criteria, 2005. Эта тенденция существует даже в рамках США, страны с наиболее развитым рынком секьюритизации. Одной из основных угроз сделкам секьюритизации в данном правопорядке рассматривается оспаривание окончательности передачи актива SPV в рамках банкротства спонсора сделки (true sale). Как результат, в отношении любой сделки секьюритизации для получения рейтинга должно быть предоставлено юридическое заключение о соответствии передачи актива в рамках данной сделки характеристикам true sale. Вместе с тем этот вопрос сам по себе является достаточно сложным и малопредсказуемым, в том числе в связи с отсутствием достаточной судебной практики, посвященной оспариванию передачи имущества именно в рамках секьюритизации. Как результат, в 2000 году в рамках планировавшейся реформы законодательства о банкротстве предполагалось прямо закрепить запрет на оспаривание в банкротстве сделок по передаче имущества в рамках секьюритизации в том случае, если ценные бумаги, выпущенные в результате такой сделки, получили рейтинг от национально признанного рейтингового агентства. То есть, по сути, предлагалось передать квалификацию той или иной передачи имущества в таких сделках на откуп рейтинговым агентствам. Законопроект в итоге был отклонен, во многом из-за последовавшего скандального банкротства компании Enron, но сама идея, положенная в его основу, показательна с точки зрения влияния рейтинговых агентств на правовое регулирование в данной сфере (See.: Lahny, Peter J. IV, Asset Securitization: A Discussion of the Traditional Bankruptcy Attacks and an Analysis of the Next Potential Attack, Substantive Consolidation // American Bankruptcy Institute Law Review, Winter, 2001).

15 Tamar Frankel, Cross-Border Securitization: Without Law, but Not Lawless, 8 DUKE J. COMP. & INT'L L. 255, 257 (1998), Tamar Frankel, The Law of Cross-Border Securitization: Lex Juris, available at www.tamarfrankel.com.

16 Проект Федерального закона «О внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации (в части регулирования секьюритизации финансовых активов)» (законопроект № 249606-5, www.duma.gov.ru).

17 Проект Федерального закона «О секьюритизации» № 182171-5 (см.: www.duma.gov.ru).

18 Lina Aleknaite, Why the Fruits of Capital Markets are Less Accessible in Civil Law Jurisdictions or How France and Germany Try to Benefit from Asset Securitization// DePaul Business & Commercial Law Journal, Winter, 2007.

19 В российской литературе сложилось деление ценных бумаг на долговые (например, векселя и облигации) и долевые (например, акции, инвестиционные паи и ипотечные сертификаты участия). Долевые ценные бумаги предоставляют право участия в прибылях и убытках в том активе, в отношении которого такие ценные бумаги были выпущены (выданы).

20 L214-43, L214-48 The Monetary and Financial Code of France.

[21] Lina Aleknaite, Why the Fruits of Capital Markets are Less Accessible in Civil Law Jurisdictions or How France and Germany Try to Benefit from Asset Securitization// DePaul Business & Commercial Law Journal, Winter, 2007.

[22] Французский орган государственной власти, контролирующий рынок ценных бумаг.

[23] Article L214-47, L214-48 The Monetary and Financial Code of France.

[24] Article L214-48 The Monetary and Financial Code of France.

[25] Ibid.

[26] Michel Quere, Securitisation in France: Titrisation // David Bonsall, Securitisation, Butterwoths, 1997, p. 270.

[27] Article L214-48 The Monetary and Financial Code of France.

[28] Ibid.

[29] Ibid.

[30] Michel Quere, Securitisation in France: Titrisation // David Bonsall, Securitisation, Butterwoths, 1997, p. 271.

[31] Article L214-47 The Monetary and Financial Code of France.

[32] Michel Quere, Securitisation in France: Titrisation/ / David Bonsall, Securitisation, Butterwoths, 1997, p. 275.

[33] Michel Quere, Securitisation in France: Titrisation/ / David Bonsall, Securitisation, Butterwoths, 1997, p. 273.

[34] FCT эмитирует облигации в дополнение к выпускаемым паям (минимальное количество – два пая). При этом паи субординированы к облигациям фонда, имеющим больший приоритет. Это изменение имело своей целью расширение круга инвесторов, которые могут быть привлечены ценными бумагами FCT. Инвесторы, имеющие ограничение на перечень инструментов (подобное ограничение зачастую присутствует, например, в отношении пенсионных фондов, страховых компаний), в которые они могут инвестировать имеющиеся денежные средства, не могли быть привлечены в случае, если паи как отдельный вид инструментов не поименованы в разрешенном им круге инструментов. Если в отношении национальных инвесторов подобная проблема может быть разрешена на законодательном уровне, то привлечение иностранных инвесторов становится неразрешимой проблемой. Но даже для потенциальных инвесторов, не ограниченных в возможностях инвестирования, паи создают определенную проблему: непонятно в каком качестве паи должны отражаться в отчетности – в качестве долевых или долговых ценных бумаг. Проблема опять же дополнительно особенно остра для привлечения иностранных инвесторов.

[35] Grillo, Fabrice, Touraine, Herve, Chapter 12 France// The International Comparative Legal Guide to: Securitisation 2007.

[36] Специальное законодательство Португалии, посвященное сделкам секьюритизации, предусматривает две опции в отношении формы SPV: компания и фонд. По сравнению с французским законом португальское регулирование носит более рестриктивный характер (дополнительное ограничение сделок, которые могут осуществляться с использованием данного законодательства через ограничение круга оригинаторов, установление специальных критериев в отношении прав требований, которые могут передаваться в рамках таких сделок) и содержит более сложную структуру фонда (состоящую из: управляющей компании, сервисного агента, депозитария). Filipe Lowdens Marques, Ricardo Andrade Amaro, Chapter 42: Portugal // The International Comparative Legal Guide to: Securitisation 2007, p. 330. Несмотря на все это, именно SPV-фонд получил большее распространение в Португалии по сравнению с SPV-компанией.

[37] Обзор специального законодательства Испании в отношении SPV (See: Francisco Prol, Ana Ben, Chapter 49: Spain // The International Comparative Legal Guide to Securitisation 2007 p. 383).

[38] Закон Люксембурга о секьюритизации предусматривает специальные правила для SPV-фонда и SPV-компании, применяемые в случае, если данные образования были созданы в Люксембурге в рамках данного закона. Существующая в Люксембурге конструкция фонда в целом имеет много общего с рассмотренной выше, за исключением нескольких отличий: 1) возможно еще более узкое ограничение деятельности фонда (если деятельность FCT определена как приобретение прав требования и эмиссия ценных бумаг, то законодательство Люксембурга помимо этого позволяет ограничивать уставные цели фонда только приобретением прав требования либо только эмиссей ценных бумаг); 2) в отличие от FCT SPV-фонд, созданный в Люксембурге, для организации единственной эмиссии не обязан получать лицензию со стороны местного регулирующего органа (однако лицензирование фонда предусмотрено в случае, если образование намерено неоднократно осуществлять публичную эмиссию, при этом фонд не обязан получать лицензию на каждый выпуск); 3) люксембургский фонд может быть организован по модели совместной собственности либо по модели фидуции (траста), выбор относительно применения тех или иных правил должен быть закреплен в организационных документах фонда; 4) возможность придания более активной роли инвесторам посредством их институциализации (подробнее данный вопрос будет рассмотрен далее). См. Туктаров Ю. Е., Батуева А. Д. Закон Люксембурга о секьюритизации // Вестник гражданского права, 2009, № 1; Ari Gudmansson, Chapter 33: Luxembourg // The International Comparative Legal Guide to: Securitisation 2007 p. 259.

[39] Article L214-49-3.

[40] Article L214-49.

[41] Société de titrisation тем не менее не получило пока широкого распространения. Основная причина состоит в отсутствии до сих пор специального налогового режима для компании. Применяемый по общему правилу к компаниям налоговый режим порождает проблему двойного налогообложения, удорожая сделку.

[42] См. ст. 17.1. ФЗ «Об инвестиционных фондах». Это положение – специальная норма по отношению к ст. 174 ГК РФ, устанавливающей недействительность (оспоримость) сделки в силу ограничения учредительными документами полномочий органа управления юридического лица на ее совершение. В отличие от нормы ст. 17.1 Закона об инвестиционных фондах, норма ст. 174 ГК РФ гораздо более лояльна по отношению к контрагентам такого лица: так как возможно «исцеление» порочной сделки с истечением срока исковой давности, установлен более сложный состав фактов, требующих доказывания в процессе (то, что контрагент знал или должен был знать об ограничениях), крайне узкий перечень заявителей — ими могут быть только лица, в пользу которых установлены соответствующие ограничения.

[43] В качестве последствия совершения сделок, не соответствующих условиям договора доверительного управления, предусмотрена их ничтожность.

Начало положено

В 10:00 19 декабря 2011 года с ударом колокола начались торги объединенной биржи ММВБ-РТС

Открыли объединенные торги глава ФСФР Дмитрий Панкин и руководитель рабочей группы при президентском Совете по развитию финансового рынка Александр Волошин.

В ходе церемонии г-н Волошин заявил, что это «событие, безусловно, важное в формировании МФЦ. Это стало результатом работы внутри каждой из бирж. Уверен, что объединенная биржа станет одной из лучших бирж мира».

Нам важно, чтобы клиентам было удобно работать на бирже, с одного счета вести операции на срочном и спотовом рынке, чтобы не было технических сбоев. Сейчас надо заняться главным — технической инфраструктурой, программным обеспечением, реальным созданием удобной и надежной биржи», — указал г-н Панкин.

Председатель Российского биржевого союза Анатолий Гавриленко вышел на сцену с букетом заранее подготовленных символических подарков. Среди них были и лыжи, подписанные, соответственно, «ММВБ» и «РТС», одни из них повезут объединенную биржу к «высоким технологиям», а другие — к успешному «корпоративному управлению».

Выступавшие на пресс-конференции после церемонии открытия торгов высказали ряд идей о дальнейшем развитии объединенной биржи.

В первом квартале 2012 года будет завершена работа над новой стратегией объединенной биржи. Планируется запуск торгов на фондовом рынке в режиме T+n, выбор технологической платформы, которая позволит ввести единый торговый счет по инструментам спотового и срочного рынков. Одним из важных этапов развития фондового рынка в следующем году станет объединение «Национального расчетного депозитария» и Депозитарно-клиринговой компании. Также в 2012 году планируется преобразование существующих индексов в единое семейство с едиными правилами и единой платформой расчета.

Заместитель председателя ЦБ РФ Сергей Швецов отметил, что объединенная фондовая биржа «ММВБ-РТС» в третьем квартале 2012 года введет режим торгов, предусматривающий воз-

можность подавать заявку не только акциями, но и депозитарными расписками. «Будет внутри клиринга осуществляться автоматически мэтчинг этих позиций и конвертация расписок в акции», — указал он. «Очень важно, чтобы в Москве можно было торговать как акциями, так и расписками. Это будет являться элементом стратегии ценообразования в России», — сказал в заключении г-н Шевцов.

К концу 2012 года биржа будет готова к выходу на IPO.

По мнению Анатолия Гавриленко, очень важно стремиться к тому, чтобы запланированная до 2017 года приватизация прошла на отечественной бирже. Он сказал: «Мы очень надеемся, что предприятия будут проводить свои IPO на нашей бирже, чтобы российский инвестор смог купить активы на российской бирже».

Старший управляющий директор ММВБ-РТС Роман Горюнов отметил, что в рамках объединенной биржи будет создан «один широкий, один узкий индекс. Должно быть семейство индексов, так как на это существует спрос». Расчет индексов объединенной биржи будет производиться с 10.00 до 23.50 на основании стоимости ценных бумаг, формирующейся в ходе торгов.

По словам главы ММВБ-РТС Рубена Аганбегяна, полное слияние организационной структуры двух бирж еще не закончено. Основные изменения произойдут, когда начнется процесс технического объединения торгов. Единая биржевая инфраструктура, которая является целью слияния, еще существует только в виде проекта. ◻

Перечень статей, опубликованных в «Вестнике НАУФОР» в 2011 году

Интервью

Астанин Э. Жизнь в эпоху перемен (8)
Басуев А. «Будем жить!» (10)
Бережной С. Грамотный баланс (9)
Васильев С. Свой дом за свои деньги (12)
Гавриленко А. Научиться говорить с властью (9)
Гнедовский А. Правильный размер для правильных инвестиций (6/7)
Глазунов Д. Лидировать на российском правовом поле (6/7)
Гурвич Е. Цена бюджета (12)
Жизненко О. Войти в финальную пятерку (1)
Заводов М. Находить неочевидное (4)
Звездочкин А. «Сейчас рынок фрагментирован» (2)
Златкис Б. Фокус — все-таки Россия) (8)
Конин А. Работа — обгонять рынок (5)
Лисоволик Я. Дивергенция национальных капитализмов (10)
Лохов Р. Просто быть лучше (6/7)
Марголит Г. Биржа-комьюнити (3)
Николаев В. Стабильность побеждает (3)
О'Нил Д. Рынок роста (4)
Слипенчук М. Видеть цель (11)
Степанов Д. Нормы для бизнеса (11)
Судариков С. Работать для клиента (1)
Чернов С. Поймать волну (8)
Шеметов А. Ключевое слово – долгосрочность (2)
Щеглов А. Вершина у айсберга одна. Основание тоже. (5)

Круглые столы НАУФОР

Богатство спроса (6/7)
Вернуть позиции (круглый стол НАУФОР в Казани) (12)
Зачем нужен брокер (круглый стол в рамках Уральской конференции НАУФОР) (10)
Исповедаться регулятору (2)
На чем зарабатывают брокеры (1)
Новая экономическая многополярность (8)
Падение в налоговую неопределенность (4)
Преодоление фрагментации (9)
Размещаться в России (11)
Фрагмент защиты (3)

Статьи

Абрамов А. Разум инвестора (6/7)
Амброжевич О. Комплаенс. С ним или без него (9)
Андреев А. Биржевые хулиганы (2)
Ахметшин Р. На энтузиазме (8)
Высотный рынок (к 20-летию Фондовой биржи «Санкт-Петербург») (1)
Баратова М. Защита иностранных инвестиций (9)
Бару А. Психология в технологиях (1)
Беленькая О. Неравномерное восстановление (3)
Берневега С., Аристов С., Сердюк В. Высокие отношения (11)
Бизнес в деталях (Уральская конференция НАУФОР) (10)
Брокер и квалифицированный инвестор (онлайн-семинар в НАУФОР) (4)
Время электронной отчетности (онлайн-семинар в НАУФОР) (6/7)
Данилов Ю. Пробить новое русло (8)
Иванова Е. Вера в рынок (5)
Калганов И. Легитимность + эффективность (9)
Коновалов В. Неспокойный год (1)
Коновалов В. Месяц в плюсе (2)
Коновалов В. Рост и нефть (3)
Коновалов В. Тихих гаваней нет (4)
Коновалов В. Золото вечно (5)
Коновалов В. Испорченный аппетит (6/7)
Коновалов В. Дефолт or not? О нет! (8)
Коновалов В. Мир уже не тот (9)
Коновалов В. Осторожно, хрупкое (10)
Коновалов В. Глобальный оптимизм (11)
Коновалов В. Из долгового в политический (12)
Кузнецов В. Трансокеанские мосты (2)
Кузнецов В. Польский вариант (11)

Манукова Т., Прошунин М., Чугунов Н. Защите подлежит (10)
Миркин Я. Что случится, если произойдет (2)
Миркин Я. Цикл маятника (6/7)
Общее собрание членов НАУФОР (4)
Пензин К. Навстречу ETF (1)
Пензин К. Где товарный рынок? (6/7)
Посохов Ю. Непопулярные лицензии (4)
Пчелина С., Минаева М. Основные средства (1)
Сазонов В. Построить бизнес вдалеке (12)
Сизов С., Фомичев С. Российский тренд в Гонконге? (1)
Слюсарева И. Футбол как инвестиция (2)
Слюсарева И. Разные, хорошие (2)
Слюсарева И. Стрелка показывает на биржу (3)
Слюсарева И. Франкфуртские заметки (5)
Слюсарева И. Славянский спор (11)
Телятников И. В ожидании кризиса (11)
Тимофеев А. Реформировать эмиссию (12)
Трегуб А., Посохов Ю. Такая вот история… (3)
Трегуб А. Семь. И много других (4)
Туктаров Ю., Семикова Л. Разориться дешево (12)
Уже не максимальный (эксперты о снижении рейтинга США) (8)

Мероприятия

To be or not to be (круглый стол «Международный финансовый центр в Москве: проблемы и перспективы») (3)
Биржевой триумф (конкурс НАУФОР «Элита фондового рынка») (6/7)
Инсайд: тема года (круглый стол «Тема года — новое законодательство о противодействии инсайду и манипулированию» в рамках шестой конференции НАУФОР «Российский фондовый рынок: вызовы те же») (5)
Начало положено (начало торгов объединенной биржи ММВБ-РТС) (12)
ММВБ + РТС (9)
Может ли закон быть несправедливым? (семинар НАУФОР и ФСФР в рамках Уральской финансовой ярмарки) (4)
Отвечая новым вызовам (инвестиционный форум «ВТБ Капитал» «Россия зовет!») (10)
Очарование тупика (материалы шестой ежегодной конференции НАУФОР «Российский фондовый рынок: вызовы те же») (5)

Книжная полка

Миркин Я. Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски (8)

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.