Содержание

№3, март 2012

Из офшора обратно

Директор Управления инвестиционно-банковской деятельности компании «Тройка Диалог» Антон Мальков рассказывает главному редактору журнала «Вестник НАУФОР» о том, почему инвесторам нужно оставлять апсайд и по каким причинам реагировать на тиканье часиков следует чутко.

16

ТЕМА НОМЕРА: ВЫЗОВЫ-2012

4 **Уравнение «Лондон-Москва»**

Управляющий директор по формированию первичного рынка, член Правления ММВБ-РТС Екатерина Новокрещеных рассказывает Ирине Слюсаревой о том, почему хорошие угодья требуют соответствующих технологий, а также о том, почему бассейн ликвидности должен быть глубоким и чистым.

28 **Вызовы-2012**

Участники круглого стола НАУФОР обсуждают текущие экономические и политические тренды.

ЭКСПЕРТНОЕ МНЕНИЕ

42 **Благоденствие без роста**

В текущем году российская экономика будет поставлена перед выбором между инфляцией и экономическим ростом.

44 **Греция и остальные**

Российский рынок акций после довольно удачного января во втором месяце 2012 года оказался в группе лидеров повышения среди emerging markets.

МЕРОПРИЯТИЕ

58 **Двойной мотор увеличивает мощность**

Объединенная биржа ММВБ-РТС провела свое наиболее многолюдное и публичное мероприятие года — Финансовый форум-2012.

62 **Элита 2011**

НАУФОР подвела итоги регионального голосования конкурса «Элита фондового рынка 2011».

50

Биржа? Казино?

То, что клиенты форекс-брокеров расстаются со своими деньгами со скоростью 60-80% в квартал, является математическим фактом

Биржа у нас одна

Две российские биржи, ММВБ и РТС, много лет конкурировавшие между собой, заявили об объединении примерно год назад, а юридически объединились 19 декабря, в канун нового 2012 года. Целью объединительного проекта было создание более технологичной и ликвидной российской биржи, которая в перспективе должна стать конкурентом крупнейших мировых площадок.

С тех пор биржа ММВБ-РТС (не прерывая процесс объединения) успела реализовать несколько задач. Был открыт прямой доступ к валютным торгам для всех категорий клиентов (как физических, так и юридических лиц). Принят закон о центральном депозитарии. Запущены торги с центральным контрагентом. Обеспечено введение расчетов в формате Т+3. На площадке IPOboard (для инновационных компаний) в настоящий момент зарегистрировано 450 инвесторов, торгуется 18 эмитентов, и планируется, что к концу года их, эмитентов станет около 50.

За это время на объединенной бирже, кроме того, несколько раз «падали» торги, и это очень серьезный — серьезнейший — прокол.

Человек, относящийся к категории оптимистов, может сделать из этого вывод, что счет 5:1 — это все-таки хороший счет. Он в нашу пользу.

Ирина Слюсарева :)

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-РТС»;
Дмитрий Ананьев, первый заместителя председателя Комитета Совета Федерации по бюджету и финансовым рынкам;
Вадим Беляев, генеральный директор финансовой корпорации «Открытие»;
Сергей Васильев, заместитель председателя Внешэкономбанка;
Алексей Ведев, заместитель министра финансов РФ;
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, управляющий директор ОАО ФК «Открытие»;
Яков Миркин, зав. отделом международных рынков капитала ИМЭМО РАН, председатель Совета директоров ОАО «ИК «Еврофинансы»;
Алексей Тимофеев, председатель правления НАУФОР;
Александр Трегуб, начальник аналитического управления НАУФОР;
Борис Черкасский, заместитель генерального директора НРД;
Александр Щеглов, исполнительный директор по администрированию ипотечных операций ОАО АИЖК;
Олег Ячник, председатель Совета директоров ОАО «Инвестиционная фирма «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.

июнь 2012 года

Москва, Московский городской гольф-клуб

XII церемония награждения победителей Национального конкурса

ЭЛИТА ФОНДОВОГО РЫНКА 2011

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

ПОБЕДИТЕЛИ БУДУТ НАЗВАНЫ В СЛЕДУЮЩИХ НОМИНАЦИЯХ:

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

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

www.naufor.ru

Екатерина Новокрещеных
управляющий директор по формированию первичного рынка,
член Правления ММВБ-РТС

Уравнение «Лондон-Москва»

Соперничество с лондонской фондовой биржей за российских эмитентов перерастает в схватку, в которой Москва обязана взять верх. В противном случае Россия рискует потерять свой фондовый рынок

Управляющий директор по формированию первичного рынка, член Правления ММВБ-РТС Екатерина Новокрещеных рассказывает Ирине Слюсаревой о том, почему хорошие угодья требуют соответствующих технологий, а также о том, почему бассейн ликвидности должен быть глубоким и чистым.

— Екатерина, как реализуется проект интеграции бирж? На какой он стадии, какие возникают проблемы?

— Для меня проект давно завершен, поскольку я занималась непосредственно сделкой по приобретению РТС. Так что с момента, когда акционеры РТС получили деньги за свои пакеты акций биржи, для меня сюжет закончился.

Но как сотрудник компании я разделяю с коллективом все тяготы объединения. И, может быть, в большей степени, чем многие мои коллеги, понимаю, для чего все это было нужно.

Несмотря на огромное количество выслушиваемой критики, я считаю, что проделана огромная работа. Просто нужно смотреть дальше, чем на один шаг. Сегодня мы проигрываем наши конкурентные позиции Лондону. И у меня есть совершенно отчетливое ощущение, что причина проигрыша — имевшая место внутренняя конкуренция между двумя биржами. Пока мы соревновались друг с другом, третий игрок обошел нас и оставил далеко позади. А будь мы единственным национальным чемпионом, то отслеживали бы этот процесс и сумели бы на него отреагировать правильно и вовремя. Сейчас наверстываем упущенное.

— Можно с этого момента подробней?

— Наша следующая немедленная задача — серьезно потеснить позиции Лондона, вернуть то, что нам принадлежит по праву, — то есть объемы торгов российскими акциями. Сделать это принудительно не получится, а это значит, что придется действительно стать лучшими и выигрывать в честной конкурентной борьбе. Борьба не будет простой, поэтому объединение двух талантов для единой цели и соревнования с единым соперником, а не друг с другом — дело первостепенной важности.

Безусловно, мы пока не перешли на единую платформу. И этот переход, возможно, будет длиться еще два-три года. Нет задачи во что бы то

ни стало закончить процесс до конца текущего года. Все легкие моменты уже пройдены, и сейчас мы движемся в более сложной части. То, как мы проходим опасные точки, и готовность сторон к компромиссам — все это вселяет осторожный оптимизм.

Думаю, мы уже работаем как одна команда. А поскольку люди — это самый важный капитал, то решение основных технологических задач — вопрос времени.

— Можем ли мы более подробно обсудить, какие точки пройдены? Хотелось бы узнать и о задачах, которые вы назвали более сложными.

— На сегодняшний день все назначения произошли, команда объединена. Уже есть некое управленческое ядро, которое руководит объединенной биржей. Недавно, кстати, я анализировала собственный опыт и поняла: людей, которые подчиняются непосредственно мне, я уже не разделяю на тех, кто принадлежал РТС или же работал на ММВБ. Потребовалось бы усилие, чтобы вспомнить, где человек работал изначально. Это очень здоровый сигнал, и это произошло раньше, чем я думала. В деловой литературе много раз сказано, что интеграция бизнесов во многих случаях проваливалась именно потому, что люди оставались разделенными на «чужих» и «своих». На моем участке этого нет, люди работают в единой команде.

— Некоторые из участников рынка считали, что можно было объединить рынки более жестко, то есть целиком взять за основу модель срочного рынка РТС.

— По большому счету, наш единый срочный рынок — это и есть срочный рынок РТС, то есть «Фортс». Но, помимо срочного рынка, есть еще рынок акций, валютный, денежный — где у ММВБ исторически были сильные позиции. И эти рынки приносят львиную долю дохода. У сторонних наблюдателей всегда есть соблазн упростить проблему.

— Поскольку РТС лидировала на рынке производных финансовых инструментов, то этот блок как бы вставлен в новый объединенный механизм?

— Да, в принципе, можно так считать, хотя и очень упрощенно. Было бы странным переводить механизм на другие рельсы там, где имелось очевидное рыночное преимущество.

Но на самом деле все гораздо сложнее, поскольку тот же «Фортс» имеет определенные сильные и слабые стороны. Он имеет широкий набор инструментов, наиболее ликвидные из которых индексные и валютные контракты. Объединение валютного спот-рынка бывшей ММВБ с деривативным валютным рынком РТС сулит большие перспективы с точки зрения синергии. Здесь важно не объединение двух срочных рынков и не выбор, какой из них круче, а объединение, например, спота ММВБ по валюте с фьючерсом РТС на валютные инструменты. Это первая часть.

Вторая часть. Во всем мире на деривативы на процентные ставки приходится значительный объем торгов. И у ММВБ, и у РТС этот инструмент был в зародышевой стадии на момент объединения. Его только-только запустили и начали раскручивать. Опять же в конкуренции друг с другом. Это при том, что спот-рынок государственных долговых бумаг был монопольным рынком ММВБ. И объединение рынка спот и срочного рынка по инструментам госдолга сулит огромные перспективы. Это и возможность спекулятивной стратегии — продал на споте, откупил на фьючерсе и обратно, и другие стратегии. Сейчас нужно развивать и реализовывать именно эти возможности. Это гораздо важнее, чем убить саму по себе конкуренцию между срочными секциями.

— Каким образом изменится линейка инструментов?

— Она расширится. В первую очередь за счет инструментов рынка процентных ставок. Появится фьючерс на ставку ОФЗ, фьючерс на межбанковскую процентную ставку.

— Кто будет основными игроками на этом рынке?

— Банки. Именно банки хотят страховать свой процентный риск.

Объединение рынка спот и срочного рынка по инструментам госдолга сулит огромные перспективы. Это и возможность спекулятивной стратегии — продал на споте, откупил на фьючерсе и обратно, и другие стратегии. Сейчас нужно развивать и реализовывать именно эти возможности.

Еще до объединения с РТС мы уже начинали разговаривать с этой аудиторией. Кредитные учреждения — традиционная клиентская база ММВБ. Позволю себе такое сравнение. У ММВБ была клиентская база, своего рода обширные «поля», — но не было технологий их возделывания, то есть хороших технологий срочного рынка. У РТС же была отличная технология срочного рынка, но зато не было клиентской базы. Теперь объединение больших угодий с высокой культурой обработки позволит извлечь серьезную выгоду с точки зрения развития именно срочного рынка.

— Рынок госбумаг будет претерпевать существенные изменения в рамках новой стратегии биржи?

— Существенные изменения он будет претерпевать, когда Минфин начнет создавать кривую доходности, а также выпускать инструменты, позволяющие прогнозировать ставки по разным дюрациям портфеля.

С нашей стороны, биржа просто перевела рынок госбумаг на фондовую площадку. Когда государственные и негосударственные бумаги торгуются вместе, это удобно для участников. Теперь фондовый рынок будет работать по единым правилам, в рамках единой системы маржирования (когда эта система будет введена). Но это нельзя назвать революционными изменениями.

— Считаете ли вы, что отечественный рынок госбумаг надо реформировать?

— «Реформировать» — чересчур суровое слово, но улучшать его можно. Должно существовать большое предложение инструментов с разными сроками, которое позволит формировать понятную цену лучшего долга, от которой уже можно было бы «танцевать» всем прочим долговым инструментам. Это важно для определения доходности и тех же самых корпоративных облигаций, и фьючерсов на долговые инструменты. Для всего этого нужна кривая доходности, которой сегодня нет.

То есть, с одной стороны, мы гордимся тем, что в стране практически отсутствует государственный долг, поскольку это хорошо с точки зрения макроэкономических параметров. Но с точки зрения интересов финансового рынка лучше, чтобы госдолг был, и чтоб была ликвидная возможность покупать государственный долг на самых разных дюрациях.

Например, у государства были планы по привлечению суверенного долга. Понятно, что предвыборные обещания нужно как-то выполнять. Вопрос в том, что Минфину предстоит принять решение, будет ли он брать взаймы на внешних рынках под низкую ставку, по международному праву и так далее, что, скорее всего, обойдется дешевле. Или же он будет занимать внутри страны, создавая тем самым кривую доходности. Наверное, с точки зрения казначейского менеджмента проще

взять за границей сразу много, надолго и дешево, чем возиться здесь, занимая на год, на год и три месяца, на год и девять месяцев, и так далее, — чтобы сформировать эту кривую. Но с точки зрения управления именно внутренним финансовым рынком правильнее, на наш взгляд, был бы второй путь. Опять же — мы судим со своей колокольни, мы хотим, чтобы в стране формировался предсказуемый финансовый рынок, в том числе предсказуемый рынок долга. На сегодняшний день его нет.

— За счет кого могла бы расшириться инвесторская база на рынке госдолга?

— Любая группа инвесторов проявляла бы интерес к этому рынку. Иностранцы с удовольствием покупали бы гос-облигации внутри страны, если бы их допустили (по участию в этой секции для иностранцев есть ограничения). Пенсионные фонды — безусловно. И физические лица тоже приобретали бы. Я как гражданин с удовольствием купила бы какую-нибудь облигацию внутреннего займа.

— Каким образом объединенная биржа могла бы конкурировать с Лондоном и вернуть рынок акций? Время от времени ФСФР предпринимает меры, административно ограничивающие уход на зарубежные площадки. Это может быть способом?

— Когда ввели ограничения на конвертацию акций в GDR, то, на мой взгляд, рынок, наоборот, встал с ног на голову. Потому что до этого люди спокойно размещали на двух площадках и GDR, и локальные акции и торговали понемногу и там, и тут. За три года после введения упомянутых вами ограничений сорок компаний ушли с российских торговых площадок безвозвратно, зарегистрировавшись в качестве офшора и выпустив GDR. Сейчас все, что нам остается в отношении этих сорока компаний, — просто попытаться допустить до торгов на ММВБ их глобальные расписки. Другого выхода, к сожалению, не осталось.

И все это произошло в силу чудовищно неверного решения по ограничению конвертации.

Я, однако, считаю, что любую ошибку можно исправить. И здесь опять-таки есть две новости — одна хорошая, другая плохая: это будет очень трудно, но это абсолютно выполнимо. Более того, операция возврата не является каким-то подвигом, это просто многоэтапная математическая задача, уравнение. Да, решить его сложно, но это вполне в человеческих силах. Стоит только произвести некоторое количество правильных операций, и решение возникнет.

— Какие же это операции?

— Если говорить о компонентах решения более подробно, то они тоже выглядят достаточно понятными.

Во-первых, необходимо привести инфраструктуру в соответствие с требованиями сегодняшнего дня с точки зрения мировых стандартов. Весь мир торгует на условиях частичного преддепонирования и отсрочки исполнения сделки; поставка против платежа осуществляется в едином расчетном центре. То есть никакого риска не возникает, все удобно.

Российский фондовый рынок переживал многочисленные кризисы, поэтому сейчас биржа работает иначе, по принципу «утром деньги, вечером стулья». То есть сначала пригони бумагу на биржу, а потом, может быть, поторгуешь. А если цену хорошую не увидишь, то бумага так и будет оставаться на торговом счете; ее ведь в этом случае и на внебиржевом рынке продать нельзя.

Кстати, потребовалось какое-то количество времени для того, чтобы осознать, почему нашими бумагами торгуют на западных площадках, а не здесь. Сначала казалось, что это причины из области драматургии — в России плохая правовая структура, плохие суды, здесь произошла история с Магнитским. И, конечно, все это имеет место, и мне как гражданину все это не нравится. Но к моей непосредственной работе это имеет отношение не более чем к работе, скажем, продавца в булочной. То есть причины, по которым мы потеряли собственный рынок, очень просты. На нашем рынке неудобно торговать. Когда мы сделаем так, чтобы торговать стало удобно (и интеграция с РТС была одним из ключевых шагов для того, чтобы сделать торговлю удобной), то сможем решить задачу стать лучше Лондона.

Мы запускаем сейчас единый рынок, который, скорее всего, будет работать в режиме Т+3. Это означает, что мы переходим к частичному маржированию, отказываемся от системы полного преддепонирования. Это очень серьезная веха в истории биржи, исторический момент, когда российский рынок переходит на международную систему организации торгов. До конца года мы планируем пройти этот важный в своей жизни момент.

— Улучшение инфраструктуры будет первым этапом решения уравнения, о котором вы говорили?

Россия одна из немногих стран мира, где на сегодняшний день деньги есть. Вопрос: где эти деньги аккумулированы? И как их оттуда достать? Они находятся у «физиков» и используются, например, для покупки так называемых инвестиционных квартир с неслыханным 100%-ным фондированием.

2,0

ТРЛН РУБЛЕЙ

на сегодняшний день скопилось в нашей пенсионной системе, и прирастает она темпами 25% в год

0,7%

всех пенсионных средств работают на фондовом рынке в нашей стране

— Да. Это позволит нам рассчитывать на то, что 100% инвесторов, торгующих нашими бумагами на международном рынке, смогут и захотят торговать здесь.

После того как они смогут, нужно будет сделать так, чтобы они еще и захотели это сделать. То есть начали открывать счета, договоры и так далее.

Для этого необходимо создать некий внутренний магнит.

Пример Польши демонстрирует это наглядно. Эта маленькая в мировом масштабе страна выстроила прекрасный, достойный всяческого подражания внутренний финансовый рынок, проведя всего лишь успешную пенсионную реформу. Пенсионные фонды там имеют норматив — определенный процент своих ресурсов размещать на локальном рынке. До начала этого года их пенсионные фонды были «заперты» внутри страны, они не могли покупать в Лондоне или в Москве — только на Варшавской бирже.

Вот и все.

Нам нужно создать похожую систему, ведь в стране огромное количество денег. Россия одна из немногих стран мира, где на сегодняшний день деньги есть. Вопрос: где эти деньги аккумулированы? И как их оттуда достать? Они находятся у «физиков» и используются, например, для покупки так называемых инвестиционных квартир с неслыханным 100%-ным фондированием. Как нигде в мире! Во всем мире покупка квартир и товаров повседневного спроса в кредит — нормальное явление. А деньги люди сберегают себе на старость, на будущее свое или своих детей. Безусловно, какие-то средства лежат на депозитах, но львиная их доля приходит работать на фондовый рынок. В России все устроено иначе.

Далее. На сегодняшний день в нашей пенсионной системе уже скопилось два триллиона рублей, и прирастает она темпами 25% в год. Во что инвестированы эти серьезные деньги? Их держат в ОФЗ, в лучшем случае на депозитах в российских банках.

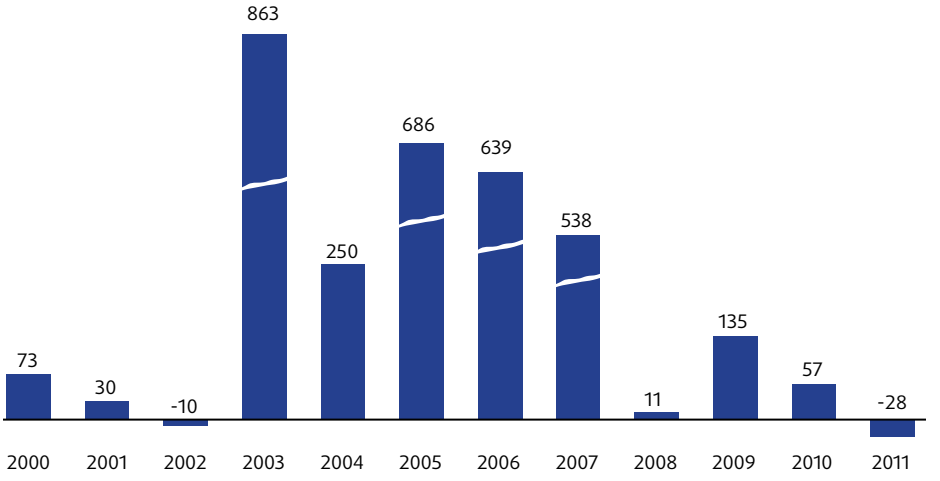
На фондовом рынке в нашей стране работают 0,7% всех пенсионных средств. Средства государственного пенсионного фонда России вообще не доступны для выхода на фондовый рынок. В Америке количество пенсионных денег, инвестированных на рынке ценных бумаг, составляет 50%, во Франции — 55%. Во всем развитом мире от 30 до 50% всех пенсионных средств размещены на фондовом рынке. Наши же пенсионные деньги на фондовом рынке вообще не работают. Меж тем единственный способ сделать так, чтобы наши пенсионные сбережения могли расти вместе с экономикой, — вкладывать их в фондовый рынок.

Как будущий пенсионер считаю нынешнюю систему неправильной в принципе. Зачем размещать мои пенсионные деньги на депозиты с годовой срочностью? В ближайшие десять лет я на пенсию не собираюсь. Почему мои деньги работают на годовом интервале, если я собираюсь их получать в лучшем случае через десять лет? Да хоть на пятилетнем интервале почему б им не работать?

Получается интересная ситуация — пенсионные фонды не могут работать

Когда мы вкладываем деньги в пенсионный фонд, то ожидаем получить по истечении должного времени не сто рублей против ста вложенных, а сто литров бензина против ста литров вложенных, или сто батонов хлеба против ста, и так далее. Иначе говоря, мы хотим сохранить деньги в стоимостных параметрах.

Рисунок. **Доходность индекса РТС при инвестировании с горизонтом в 5 лет, %**



Показанные значения доходности в каждый конкретный год рассчитаны за предшествующие 5 лет.

на российском фондовом рынке, потому что он очень волатилен. В свою очередь рынок потому и волатилен, что на нем нет стабильных денег, а есть лишь спекулятивный капитал. Вот рынок и летает вверх-вниз.

С другой стороны, мы делали расчет: просчитали прирост стоимости отечественного фондового рынка за 16 лет его истории пятилетними интервалами по скользящей средней. Провал был только в одном периоде, с 2006 по 2011 год; все остальные периоды — позитивны с точки зрения прироста стоимости. Средний прирост стоимости — 45% в год.

Действительно, в российский фондовый рынок сегодня нельзя входить на год — слишком рискованно. А вот на пять лет — запросто. И когда мы произвели все эти расчеты, я пошла и немедленно купила пай на фондовый индекс ММВБ. Потому что к тому времени, когда я соберусь на пенсию, этот актив гарантированно будет в плюсе. Причем в плюсе против инфляции.

Это вещи, которые нужно объяснять гражданам, и это то, в чем нужно менять мировоззрение.

Когда мы вкладываем деньги в пенсионный фонд, то ожидаем получить по истечении должного времени не сто рублей против ста вложенных, а сто литров бензина против ста литров вложенных, или сто батонов хлеба против ста, и так далее. Иначе говоря, мы хотим сохранить деньги в стоимостных параметрах. И единственный способ сохранить паритет покупательной способности — это инвестиции в фондовый рынок. Другого просто не изобретено.

Однако это знание нужно доносить! Доносить до многих, в том числе до людей, которые влияют на принятие системных решений в целом. Сейчас подход таков, что самое главное — сохранить несчастные рубли наших пенсионеров. Но сохранить-то их нужно в номинальном выражении, ведь иначе на сохраненные деньги они

смогут покупать все меньше и меньше товаров и услуг. Тем более такие инвестиции не помогут нынешним молодым, которым выходить на пенсию придется через 20 лет.

Поэтому задача по созданию внутреннего инвестора — очень серьезная, всеобъемлющая и, скажем так, образовательная. Именно она — вторая компонента в решении нашего условного уравнения.

Не забудем, помимо пенсионных фондов, есть еще суверенные деньги. В России созданы огромные государственные фонды — национального благосостояния, стабфонд. При этом мы единственная страна в мире, которая свои суверенные деньги использует только за рубежом и только в инструментах фиксированной доходности. То есть фактически своими суверенными деньгами мы спонсируем развитие иностранных экономик. Ни Сингапур, ни Дубай, ни страны Северной Европы (которые тоже добывают нефть и газ и складывают деньги в кубышку) не имеют такой инвестиционной стратегии.

Естественно, они диверсифицируют свои инвестиции и, безусловно, это самые консервативные инвесторы, но тем не менее у всех у них не менее половины денег работают на внутреннем рынке ценных бумаг. Более того, в Китае, например, есть правило, что нормативно 15% любого китайского IPO обязан выкупать местный суверенный фонд. То есть государство обязано участвовать минимум на 15% своими деньгами в каждом первичном размещении, таким образом создавая благосостояние будущих поколений. У нас же считается, что сберегать деньги в суверенных долгах европейских стран, которые сейчас со страшной скоростью катятся вниз, надежнее, чем давать взаймы собственным предприятиям.

Третий фактор — частные сбережения граждан. У нас страна очень традиционная. Поэтому в тот момент, когда государство даст сигнал гражданам, что верит в собственный фондовый рынок, что рынок — это надежный механизм, за которым государство намерено тщательно следить и обеспечивать сохранность вложенных в него сбережений — вот после этого граждане смогут на рынок прийти. Причем прийти не для разового участия в парочке народных IPO, а всерьез, принимая решения на свой страх и риск и не рассчитывая, что если потом стоимость бумаг упадет, то добрый дядя все купит обратно.

Среди своих сотрудников я ввела понятие — «формула 120». Ни для кого не секрет, что пока основная масса инвесторов на российском рынке — иностранцы. Так вот, если 100% иностранных инвесторов, имеющих аппетит к покупке российских ценных бумаг, согласятся покупать их не в Лондоне, а в России, и если к 100% этих иностранных инвесторов мы прибавим 20% уникальных российских инвесторов (пенсионные фонды, суверенные деньги, сбережения граждан), то «российский бассейн станет глубже лондонского», и рынок сам перетечет сюда. Это физика. И этому невозможно будет воспрепятствовать, потому что активнее продают всегда там, где больше покупателей.

Если 100% иностранных инвесторов, имеющих аппетит к покупке российских ценных бумаг, согласится покупать их не в Лондоне, а в России, и если к 100% этих иностранных инвесторов мы прибавим 20% уникальных российских инвесторов (пенсионные фонды, суверенные деньги, сбережения граждан), то «российский бассейн станет глубже лондонского», и рынок сам перетечет сюда.

— Вы сказали, что внутреннему российскому инвестору нужен некий знак от государства.

— Я верю в то, что в долгосрочной перспективе состоятельны и жизнеспособны сделки win-win. IPO — это тот самый пример, когда сделка, безусловно, должна принести выигрыш для обеих сторон.

Но у всех участников размещения всегда есть огромный соблазн — построить сделку по IPO, немножечко перекосив баланс в свою сторону. Инвесторам хочется побольше отжать у продавцов акций, чтоб продали дешевле, продавцам же акций хочется продать как можно дороже, а там хоть трава не расти. Как правило, в этой области баланс интересов сторон часто уезжает в ту или иную сторону, и последствия этого всегда очевидны и губительны.

Народные IPO — это как раз тот самый случай. И вопрос не только в цене, а и во взятых на себя последующих обязательствах. С одной стороны, население призывают покупать акции и обещают придерживаться политики прозрачности, честности и принципиальности, а с другой — начинаются вопросы к этой самой прозрачности. Это уже само по себе губительно сказывается на IPO.

Важно при размещении соблюдать понятия справедливости и баланса интересов. И впоследствии тоже важно не забывать, что первичное размещение — это не игра, а обязательства, взятые раз и навсегда (как берешь на себя определенные обязательства при вступлении в брак). Нужно не только перед IPO нарисовать красивую картинку и рассказать трогательную рождественскую историю, но нужно раз и навсегда изменить подход к ведению бизнеса. Биржа сейчас сама находится в процессе подготовки к IPO. И мы понимаем, что многие вещи теперь придется делать по более сложному и тяжелому сценарию, с учетом интересов всех миноритариев — суще-

ствующих и возможных. Это серьезная трансформация сознания. И она должна произойти у каждого игрока.

— Но ведь биржа не может поменять сознание эмитента, даже ужесточая правила листинга?

— Я не это хочу сказать. Биржа тоже может участвовать в этом процессе. Это как раз следующий этап уравнения, которое мы решаем. Задачей этого этапа является приведение наших собственных правил игры (правил листинга, правила раскрытия информации, правила корпоративного управления) в соответствие с лучшими мировыми практиками.

на которую, как правило, времени не хватает. Реально же это долгосрочный контракт с акционером — он дал тебе денег, он тебе поверил, и ты обязан его уважать, делиться с ним информацией, деньгами и отвечать на его вопросы. Это вопрос культуры. А культура — такая вещь, которая возникает не вдруг, она требует образовательных мероприятий.

— Культура — это вопрос создания институтов. Когда один раз создается положительная история, то это случай; когда случай повторяется, то это является практикой, а потом возобновляющаяся практика становится институтом.

Знаковым стал бы отказ государства от проведения приватизационных размещений на западных площадках. Потому что когда государство говорит, что будет проводить приватизацию через размещение GDR на Лондонской бирже, то тем самым оно на полной громкости объявляет всем: российский финансовый рынок для него недостаточно хорош.

Очень многие инвесторы в качестве одной из причин, по которой они покупают бумаги на Лондонской бирже, а не в Москве, называли непонимание нашей среды. Они говорят: ребята, у вас такая мешанина, такая непрозрачная, непоследовательная система раскрытия информации, что мы не понимаем, где у вас недооцененные бриллианты, а где самый что ни на есть ужасный ужас.

Более того, мы наблюдаем тенденцию, когда, какие бы строгие требования мы ни устанавливали, на биржу приходят явно «схемные» компании. При этом уровень раскрытия информации у них соответствует всем требованиям, комар носа не подточит. Тогда как у действительно хороших, качественных бизнесов часто бывают с этим проблемы.

Это опять-таки вопрос отношения. Для многих корпоративное управление — это какая-то тоскливая скукота,

— Институты создаются на базе ценностей. Ценности и устремления нужно формировать. В моей инвестиционно-банковской практике был такой случай. Пришел человек и сказал: «я могу надеть черную водолазку, взять в руки барсетку и вести свой бизнес полностью вчерную — ходить на «терки», давать взятки; а могу надеть костюм Бриони, галстук и поехать на роуд-шоу. Мне все равно. Ты мне скажи только, в каком случае я больше денег получу». Вот когда люди поймут, что выгоднее надеть костюм и больше никогда его не снимать, да еще и в кризис не уйдут в черные схемы, когда поймут, что это выгодно в долгосрочной перспективе, что это естественно и по-другому нельзя, тогда у нас что-то поменяется.

В России еще работать и работать, но дорогу осилит идущий. И это не значит, что мы сидим и ждем, пока у нас ценности поменяются. Мы сейчас привлекли международную организацию OECD (Organization for Economic Cooperation and Development), чтобы они разработали рекомендации для нашей страны по лучшим практикам корпоративного управления с учетом российских реалий. В частности, в России большинство предприятий имеют контрольного акционера, и с этим нужно считаться. То есть требования к контрольному акционеру у нас могут быть ослаблены по сравнению с европейскими компаниями, которые изначально принадлежат некоему сообществу акционеров. В течение года консультанты разработают циркуляр лучших практик корпоративного управления, который (в том числе для ММВБ как для биржи) станет гидом по допуску эмитентов к торгам в приоритетных списках с точки зрения соблюдения всех требований, гарантирующих уважение к инвесторам.

Бассейн должен быть не только глубоким, в нем еще должна быть чистая вода.

— Так каким мог бы быть чаемый «знак от государства»? Как его формализовать?

— Нужен четкий посыл от первого лица государства, что для него формирование внутреннего финансового рынка является важным и приоритетным, что российские компании не должны регистрировать в офшорах, не должны ходить на Запад за деньгами.

Если они будут предлагать себя как товар в России, то покупатель найдется.

В частности, знаковым стал бы отказ государства от проведения приватизационных размещений на западных площадках. Потому что когда государство говорит, что будет проводить приватизацию через размещение GDR на Лондонской бирже, то тем самым оно на полной громкости объявляет всем: российский финансовый рынок для него недостаточно хорош.

А если российский финансовый рынок недостаточно хорош для государ-

ства, как он может быть достаточно хорош для частных компаний? Государство должно подать пример и сказать, что верит во внутренний рынок, верит в то, что здесь можно размещать активы – именно посредством приватизации.

На сегодняшний день это наш самый главный, самый приоритетный проект. Второго шанса не будет. Если нам поверят, если приватизация случится в России, а потом отечественные эмитенты скажут «спасибо, было очень любопытно» и продолжат размещаться на Лондонской бирже, то это будет поражением, которого мы никак не можем себе позволить.

Приватизацию нужно использовать как консолидационный проект, вокруг которого сформируется рынок, который навсегда забудет о размещениях российских активов за рубежом.

Есть как минимум два примера того, когда эта задача была выполнена с блеском. Хрестоматийный пример — это Бразилия и Германия. Десять лет назад все бразильские активы размещались на американской площадке в форме ADR. Когда Бразилия решила всерьез заняться этой проблемой, был предпринят ряд разумных мер. Они привели к тому, что на сегодняшний день самое крупное IPO в истории мирового финансового рынка прошло в Бразилии, полностью в локальных акциях, и оно было полностью раскуплено.

Второй пример — Германия, которая тоже достаточно долго недосматривала свой локальный рынок, и он полностью ушел в американские расписки. Но затем немецкая биржа приняла набор совершенно четких, понятных, разумных мер. И на сегодняшний день все немецкие активы обращаются на немецкой бирже в форме локальных акций.

— Каких законов бирже не хватает?

— Крупных лакун именно в части законов сейчас уже нет, но необходим целый комплекс подзаконных актов и мер, которые оптимизируют систему инвестирования пенсионных средств. Нужны подзаконные акты в части центрального депозитария, которые до сих пор не приняты и не позволяют ему вступить в действие.

Есть определенные поправки по налоговому законодательству.

Реестр всех поправок, которые мы хотим, насчитывает более ста пунктов. ◻

Российская биржа — иностранным инвесторам

Объединенная биржа ММВБ-РТС в процессе своего объединения параллельно кардинально перестраивала на ходу свои технологии, заявляя целью перемен привлечение иностранных инвесторов. Результаты очевидны уже сейчас. В частности, на отечественном рынке практически построен центральный депозитарий, а также введена новая система расчетов в формате T+3.

Однако сделать правильный сервис — это еще не все. Нужно также доставить информацию о новых услугах до целевой аудитории. Для достижения этой цели ММВБ-РТС провела в Нью-Йорке и Лондоне конференцию «Russia Is Not About Bears», посвященную инновациям и доступу на рынок для иностранных инвесторов.

В ходе работы конференции как в США, так и в Великобритании потенциальные участники российского рынка смогли познакомиться с работой российской биржи, а клиенты биржи получили информацию о последних достижениях и успехах компании. Состоялись пленарные заседания, посвященные введению системы расчетов T+3, созданию единого центрального депозитария, развитию валютного рынка и возможностям российского рынка деривативов.

Мероприятие в Нью-Йорке привлекло, как сообщает пресс-служба биржи, около ста инвесторов, брокеров и других участников рынка.

Welcome to Russia!

Антон Мальков
директор, к. э. н.,
Управление инвестиционно-банковской деятельности
«Тройка Диалог», дочерней компании Сбербанка России

Из офшора обратно

После кризиса проблемы структурирования и ценообразования на рынке акций обострились — и затруднили размещения

Директор Управления инвестиционно-банковской деятельности компании «Тройка Диалог», дочерней компании Сбербанка России Антон Мальков рассказывает главному редактору журнала «Вестник НАУФОР» о том, почему инвесторам нужно оставлять апсайд и по каким причинам реагировать на тиканье часиков следует чутко.

— Антон, как практик вы у себя в компании занимаетесь проблемами первичного рынка акций и листинга. Как теоретик — выпустили книгу «Размещение акций: структурирование и ценообразование». Вот книгу вы зачем написали?

— В инвестиционно-банковский бизнес я пришел из бизнеса юридического. (Мое первое образование — тоже юридическое). Когда случился кризис 2008–2009 годов, появилось немножко свободного времени для того, чтобы разобраться в каких-то вещах, в первую очередь для себя. Я решил получить второе образование — экономическое — в форме защиты диссертации, что и осуществил в течение 2009 года. Эта диссертация потом легла в основу книги, если конкретнее, то в основу второй части, которая касается вопросов прайсинга (ценообразования).

Когда шла работа над диссертацией, я все больше понимал, что мне в руки попала ценная информация, к которой у многих людей нет доступа. И эту информацию хотелось бы донести до многих владельцев и менеджеров компаний, до других участников рынка. Безусловно, формат диссертации для этого не вполне годится. Тогда и родилась идея конвертации диссертационной работы в книгу.

Дополнительно к вопросам прайсинга я решил описать вопросы структурирования, потому что это одна из сложнейших и важнейших задач, которая стоит перед участниками рынка при размещении акций.

— Хочу задать пару вопросов о состоянии рынка финансовой литературы, раз уж вы прямым образом в него вовлечены. Покрывают ли книги, выпускаемые

на английском языке, 100%-ную потребность отечественного читателя в финансовой литературе? Или все-таки нужны также книги, выпускаемые российскими авторами?

— Ситуация на рынке финансовой литературы, как минимум по разработанному мной вопросу, прямо скажем, плачевная. Есть несколько переводных книг (они указаны у меня в списке литературы), которые позволяют получить информацию о процессе размещения. Но, во-первых, эти работы не сфокусированы на российском рынке и не включают анализ российской статистики. Во-вторых, они общие, глубоко не копают те две темы, в которые в какой-то момент вгрызся я. С точки зрения наличия российской литературы я, в общем-то, действовал в состоянии информационного вакуума. И надеюсь, в какой-то степени мне удалось этот вакуум ликвидировать, по крайней мере, по названным двум вопросам.

А западные источники находятся на другом уровне развития. Там литературы достаточно много (в первую очередь в форме статей в научных журналах), особенно по вопросам прайсинга. Эта литература очень полезна. Она, безусловно, послужила методологической основой для написания книги. Но у западных авторов не всегда есть доступ к той информации, которой располагал я. Кроме того, некоторые методологические и практические моменты, которые освещены в книге (например, по премаркетингу), вообще толком неизвестны в мировой литературе. Поэтому книга будет большим подспорьем и для тех, кто вообще захочет узнать, что такое размещение акций, но в первую очередь для тех, кто глубоко погружен в этот процесс, как, например, владелец компании, менеджер компании, инвестиционный банкир, юрист-международник.

Информация, которую использовал я, во многом непублична. Конечно, я ее не персонифицировал, потому что не мог раскрывать конфиденциальные сведения, но это настоящая живая информация, репрезентативная, собранная на основе более половины проведенных рыночных размещений, из чего можно делать некоторые выводы.

— Половина размещений — это примерно сколько?

— Можно считать по разным методикам. Если по данным премаркетинга, то где-то 70% рынка, если по данным букбилдинга — порядка 45% размещений.

— Довольны ли вы тем, как среда отозвалась на факт появления этой книги? Каково состояние вашего диалога с читателем?

— Как любой, наверное, автор я не на 100% доволен своей работой, потому что всегда есть возможности для улучшения. Выпуск книги — всегда некий компромисс, ведь хочется объять необъятное, а нужно в какой-то момент остановиться. Я понимал, что книга в определенных частях может достаточно быстро устареть. И если это случится, то будет прекрасно, потому что в мою задачу входило, во-первых, рассказать, как все это работает, и, во-вторых, показать проблемы, которые возникают у рынка.

В отношении вопросов структурирования надо понять: почему размещения у нас уходят в офшор, что нужно делать, чтоб они в офшор не уходили, как более эффективно привлекать капитал с точки зрения структурирования размещений. А с точки зрения прайсинга — хотелось доказать его агрессивность и показать недостаточную глубину российского рынка, которая, безусловно, влияет на ситуацию с ценой размещения, и как это выглядит в других странах. Может, кого-то это сподвигнет задуматься, как определять цену размещения более правильно.

Надеюсь, что со временем появится второе издание книги, где будет более детально проанализирован посткризисный рынок, потому что сейчас он проанализирован в ужатом формате.

Также книжка имеет некий крен в сторону первичного рынка, а хочется более широко поговорить про рынок вторичных размещений. Надеюсь, что это мне тоже удастся сделать.

В отношении вопросов структурирования надо понять: почему размещения у нас уходят в офшор, что нужно делать, чтоб они в офшор не уходили, как более эффективно привлекать капитал с точки зрения структурирования размещений. А с точки зрения прайсинга — хотелось доказать его агрессивность и показать недостаточную глубину российского рынка.

В заключениях и к первой, и ко второй части я формулирую те основные проблемы, с которыми столкнулся рынок. И мне хотелось бы увидеть прогресс по этим вопросам.

К моему удивлению, рынок книгу воспринял очень позитивно — удивление связано с тем, что тираж у книги не очень большой (1500 экз. — *Прим ред.*). Местами книга очень зубодробильная, то есть нужно быть очень подготовленным, чтобы в деталях понять написанное. И выплескивать подобную информацию на читателя было известным риском. Прогноз, что книжку купят 100–200 человек, не сбылся. Я слышу положительные отзывы и, насколько

понимаю, книга неплохо расходится в магазинах.

То есть фидбек в целом позитивный. Есть пожелания осветить дополнительные вопросы.

— Поговорим теперь о том, что, собственно, послужило мотивом для написания книги. О том, что российские IPO все время уходят на иностранные площадки, в общем-то, известно. Что вы пишете (и думаете) по этому поводу конкретно?

— Книжка написана по принципу «от Адама до Потсдама».

Я смотрел данные начиная с 1995 года — момента первых международных размещений. Тогда это был рынок размещений американских депозитарных расписок на акции компаний Мосэнерго, «Газпром». Этот тренд начиная с 2004 года переломился в сторону размещений в Лондоне, а также в России. Тогда особой проблемы с размещением в России против офшоров в общем-то не было, потому что продавалось все и достаточно успешно. Безусловно, существовали проблемы, но они не сопоставимы с теми сложностями, с которыми мы сталкиваемся сейчас.

В 2005 году началась офшоризация, но она тогда же и закончилась — отчасти по политическим соображениям, отчасти по причине того, что регулятор сделал большой шаг навстречу рынку. И НАУФОР здесь сыграла большую роль. Мы говорим об изменениях, которые произошли в общем законодательстве по размещению ценных бумаг в 2006-2007 году, о появлении возможности размещать акции по открытой подписке с 20-дневным сроком преимущественных прав. Произошли законодательные изменения по банкам, которые позволили сделать размещения Сбербанку, ВТБ, Банку «Санкт-Петербург» и так далее. Поэтому в целом тема офшоризации не стояла так остро.

После кризиса все болячки, связанные с неэффективностью российской инфраструктуры и законодательства, вылезли на первый план в связи с тем, что рынок стал тяжелым и волатильным.

С другой стороны, обострились проблемы прайсинга. Потому что опять-таки с 2004 по 2007 год «улетало» все, а начиная с 2009 года размещать стало труднее. Разрыв между ожиданиями продающей и покупающей стороны расширился, и об этом свидетельствует количество отменившихся размещений. Со второго полугодия 2010 года по текущий момент отменялось где-то 50% IPO.

Ситуация с рыночным performance также оставляет желает лучшего.

В целом мы находимся в более хрупком рынке.

В этой связи еще более важно правильно определять цену размещения, а также (с точки зрения структурирования) исполнить те намечающиеся изменения, которые позволят рынку стать более эффективным. В первую очередь мы сейчас говорим про реформу эмиссии, отмену ограничений на выпуск депозитарных расписок, совершенствование инфраструктуры рынка, а именно введение центрального депозитария и переход на расчеты с протоколом Т+3. Все эти меры нужно вводить как можно быстрее — для того чтобы повернуть тренд офшоризации в обратную сторону. Со своей стороны могу сказать, что с 2005 года — начала моей работы на рынке — такой шаг навстречу рынку со стороны регулятора я наблюдаю первый раз. Появление активного игрока с активной жизненной позицией в лице объединенной биржи, безусловно, подстегнуло этот процесс. Но главный вопрос — в какие сроки будут реализованы названные меры.

Еще одна очень важная тема — допуск внутреннего инвестора к инвестированию в размещение.

Вообще, в принципе, все меры по улучшению рынка можно поделить на две большие группы. Первая группа — создание внутреннего инвестора и все, что с этим связано. Вторая группа — создание комфортных условий для внешнего инвестора, чтобы он мог инвестировать здесь, в локальные инструменты.

— Какие меры нужны для внутреннего инвестора, а что для внешнего?

— Для внутреннего инвестора, как известно, существенным является вопрос по инвестированию пенсионных средств в фондовый рынок. В настоящий момент обсуждается вопрос снятия ограничений по их инвестированию или послабления этих ограничений.

Есть также российские фонды национального благосостояния, которые сейчас, к сожалению, поддерживают американскую и европейскую экономику, а по-хорошему должны работать на внутренний рынок. Это важно потому, что создаст дополнительную внутреннюю глубину российского

Важно правильно определять цену размещения, а также (с точки зрения структурирования) исполнить те намечающиеся изменения, которые позволят рынку стать более эффективным. В первую очередь мы сейчас говорим про реформу эмиссии, отмену ограничений на выпуск депозитарных расписок, совершенствование инфраструктуры рынка, а именно введение центрального депозитария и переход на расчеты с протоколом Т+3.

рынка и поможет нивелировать волатильность, которая присутствует на российском рынке в связи с большой зависимостью от цен на нефть. Мало что можно сделать с внешним инвестором в случае, если цена на нефть падает. Здесь должен подключаться балансирующий эффект внутреннего инвестора, который обеспечит поддержку.

Есть также вопросы по резервированию страховых средств. В общем, целый ряд направлений, которые нужно проработать, чтобы создать больший спрос на российские бумаги и снизить волатильность российского рынка и зависимость от внешнего инвестора.

— То есть в значительной степени было бы важно изменить правила инвестирования пенсионных накоплений. Является ли это чисто законодательной задачей?

— Отчасти это вопросы инфраструктуры. Нужно, чтобы управляющие этими активами более широко смотрели на возможности их инвестирования. Это отдельный пласт вопросов с точки зрения раскрытия информации компаниями и доступности этой информации. Российский проспект не очень хорошо дает представления о компании по сравнению с проспектами, которые делаются в соответствии с международной практикой. В какой-то момент возникает вопрос, могут ли все внутренние инвесторы прочитать иностранный проспект или нужно придумывать некие процедуры по переводу на русский язык, как все это синхронизируется с регулированием принципов раскрытия в России в целом и так далее.

Практически никогда не бывает чисто законодательных мер, всегда все упирается в вопросы инфраструктуры, вопросы людского капитала и так далее.

— Здесь невидимая рука рынка все расставит сама, или нужны еще какие-то усилия? Профсообщества, государства?

— Это должен быть единый порыв. Задача очень амбициозная и не решается узкой группой инициаторов и энтузиа-

стов. Должна быть широкомасштабная поддержка.

— Этот комплекс мер может быть включен в повестку работы, например, комиссии Волошина?

— А он уже включен. Они работают над этим.

— А что нужно внешнему инвестору? Ведь если и есть на нашем рынке инвестор, то это как раз иностранцы.

— На самом деле многое из того, что нужно, уже делается. Это введение центрального депозитария, переход на расчеты по протоколу T+3.

Для внешнего инвестора важны и другие меры. Некоторые из них требуют изменения законодательства. Хотелось бы, чтобы компаниям не нужно было придумывать всякие структурные схемы для быстрого и эффективного размещения акций. У меня в книге очень много примеров такого рода. Во второй главе первой части я решил показать рынку, как мучительно для компании, домицилированной в России, делать увеличение уставного капитала на международном рынке. Безусловно, лучше, чтобы этих проблем не было, потому что тогда ты можешь фокусироваться на предметных вопросах.

Вопросы совершенствования эмиссии — важная вещь.

Важно также дать иностранным эмитентам возможность делать листинг в России и мотивировать их делать такой листинг, то есть не отталкивать их от включения в индексы, от возможности получить доступ к внутреннему инвестору. Безусловно, компании из стран СНГ плюс компании, которые являются российскими, но зарегистрированы в офшоре, — это та целевая аудитория, на которую нужно активно работать. И на самом деле интерес к этому у иностранных компаний есть.

— Предполагаете ли вы, что призыв выходить на российскую биржу по преимуществу обращен к компаниям СНГ, а не к компании «Пепси», к примеру? То есть главным образом мы должны искать путь к сердцу клиентов, которые нам близки исторически?

— Если Intel или PepsiCo в какой-то момент захотят сделать листинг в России, то они, наверно, это сделают. Не нужно их останавливать. С другой стороны, нужно делать все поступательно, потому что при прочих равных ближе к возможности получить листинг в России стоят офшорные российские компании, а также компании из СНГ. Поэтому, мне кажется, в первую очередь нужно сфокусировать усилия на этих двух группах. А если в какой-то момент международные корпорации тоже подтянутся, это можно только приветствовать.

— А как нужно работать с российскими офшорами, чтоб донести до них идею, что хорошо было выйти на российскую биржу? Выезжает группа сотрудников биржи и делает презентацию — или еще как-то?

— Инвестиционное сообщество делает это очень активно. И биржа выезжает, и инвестиционные банки обсуждают с компаниями возможности листинга в России. Я могу сказать так: уже есть один прецедент — «Русал», который показал, что в плане ликвидности в некоторых случаях 1+1 равно 3, а не 2.

Конечно, вопрос о том, где у компании находится основной листинг и насколько традиционным покупателям, включая иностранцев, в этой бумаге удобно торговать, очень важен. Поэтому успех Гонконга не удивителен в этом смысле из-за разницы часовых поясов. С Лондоном, наверно, ситуация сложнее, но я могу сказать, что у нас сейчас идут дискуссии с целым рядом компаний (не только публичных, но и частных), которые хотят сделать IPO в России из офшора. Процесс идет, и над этим процессом работаем и мы, и очень активно биржа.

— Из ваших речей можно сделать вывод, что после объединения биржа стала более активно работать в определенных направлениях и более эффективно достигать поставленных целей. Как вы вообще оцениваете сотрудничество «Тройки Диалог» как инвестиционного банка с объединенной биржей?

— Только позитивно. Но не могу сказать, что этот процесс напрямую связан с объединением. Любое объединение — это и плюс, и минус. Понятно, что при объединении площадок создаются предпосылки для единого центра ликвидности, с другой стороны, если есть две площадки, то они теоретически конкурируют между собой. Но в вопросах конкуренции я бы не стал перегибать палку, потому что вопрос не столько в конкуренции, сколько в векторе, который берет государство по развитию своего внутреннего рынка.

Одновременно с объединением биржи этот вектор был взят именно на развитие. Это некое крупномасштабное мероприятие, в котором бирже принадлежит одно из главных мест, потому что это главный инфраструктурный игрок. Игрок, который заинтересован, в том числе рублем, развивать внутренний рынок.

— Вы считаете, что мы обсудили уже весь комплекс мер по уходу размещений из чужих юрисдикций?

— Безусловно, есть и другие меры. Самая близкая тема по готовности — это, наверно, тема листинга для офшорных эмитентов. Немного больше времени потребуется для модернизации листинга российских компаний, для совершенствования процедуры эмиссии.

Но вообще цель такова — постараться все эти меры в нынешнем году реально воплотить в жизнь, чтобы можно уже было ими пользоваться.

— То есть процедура листинга для офшоров может быть запущена в этом году, и она имеет какие-то свои особенности?

— Да.

— А в листинге российских компаний должны произойти какие-то изменения?

— Да. Мы работаем совместно с биржей над вопросом по упрощению линейки листинга. Как известно, сейчас есть пять листов плюс внесписок. Итого, по сути, шесть листов. Для того чтоб эту линейку проредить, нужно сформулировать критерии распределения компаний между сокращенными листами, повысить мотивацию компаний двигаться в стороны верхних котировальных листов, учесть общие соображения по улучшению корпоративного управления и так далее.

— Еще одна важная инфраструктурная вещь — доведение НРД до состояния центрального депозитария. Там все идет нормально?

— Законодательные предпосылки созданы. Теперь самое главное, чтобы закон физически начал работать как можно быстрее. Надеемся, что в текущем году это случится. С точки зрения происходящего на рынке, безусловно, нужно, чтобы многие из тех инициатив, которые мы сейчас обсуждаем, материализовались к осеннему «окну» размещений. Нынешнее окно, как и ожидалось, оказалось не очень активным. Оно еще не закончилось, но в целом, наверно, будет не самым активным. Посмотрим, как будет выглядеть летнее окно, но основной поток размещений ожидается в осеннем окне. Хотелось бы, чтобы к этому моменту многие из мер уже реализовались.

— Вы говорите сейчас об окнах. Как это работает? Четко выделяются четыре окна, в которые компании стараются провести размещение?

— Работает все очень просто. Есть отчетность по МСФО, которая может составляться поквартально. Есть практика получения инвестиционными банками писем от аудиторских компаний, которые подтверждают финансовую информацию в документах о раскрытии информации. Под влиянием американского законодательства установилось правило 135 дней — в этих пределах с отчетной даты аудиторской фирмой может быть выдано комфортное письмо. Соответственно, есть магические даты — 12 февраля, 15 мая, 12 августа и 12 ноября, с ориентировкой на которые делаются размещения (с поправкой на праздники).

Реалистично сделать размещение где-то до середины июля, максимум до 20-х чисел июля, потому что дальше инвесторы просто исчезают. Мы сейчас говорим об IPO и последующих размещениях — SPO — с полноценным маркетингом, когда компания выпускает проспект.

Есть еще размещения публичных компаний в ускоренном формате, так называемые accelerated book build offerings, которые к проспекту не привязаны. Они, скорее, привязаны к периоду молчания — порядка двух-трех недель до выпуска отчетности. Но опять-таки привязка к отчетности есть, просто она немного по-другому работает. Достаточно часто размещения делаются сразу же после выпуска отчетности, особенно если результаты хорошие.

— Мы уже обсудили структурные проблемы и можем перейти к ценообразованию. Что здесь является самым проблематичным на сегодняшний момент?

— Есть такая категория, как первоначальная доходность. Это разница между ценой размещения и ценой закрытия первого дня торгов. И есть 40-летняя, 50-летняя статистика по Штатам, Великобритании, которая говорит, что там этот уровень составляет 15%, то есть инвестор получает гарантированный доход порядка 15% в первый же день, участвуя в IPO. Если мы говорим про страны БРИК за минусом России, то там это 50, 100 и даже 150% — соответственно для Бразилии, Индии и Китая.

А теперь мы смотрим на российский рынок с 1995 года по 2008 год, то есть практически 15 лет. Вот на этом горизонте уровень первоначальной доходности оставлял 3%. Негусто. И при этом достаточно много размещений либо показывали нулевую доходность, либо вообще отрицательную.

Это означает, что есть фундаментальные проблемы с прайсингом. После кризиса ситуация с точки зрения статистики была достаточно волатильна. В среднем получились те же самые 3%, но в цифрах было больше разброса. И это те размещения, которые состоялись. А как мы обсуждали, половина намеченных IPO не состоялась.

В целом есть проблема с прайсингом российских сделок, — он, к сожалению, осуществляется агрессивно. Эта проблема имеет два измерения. Есть тот уровень, по которому готова продавать продающая сторона, и есть глубина рынка. Потому что уровень 50-100-150 для других стран БРИК во многом обеспечивается наличием внутреннего инвестора, глубины рынка, переподписки и так далее. Поэтому наши 3% в достаточной степени объясняются недостаточной глубиной внутреннего рынка и большой зависимостью от иностранного инвестора. На самом деле круг тех, кто покупает российские компании, достаточно узок, и это одни и те же лица. Поэтому я бы не стал говорить, что проблема только с тем, за сколько хотят продавать контролирующие акционеры. Конечно, есть еще вопрос о том, какой уровень переподписки в принципе возможен на российском рынке с учетом его глубины.

При этом нужно понимать, что если прайсинг выглядит вменяемым, то мы можем увидеть уровень переподписки в десять раз. Такие прецеденты на российском рынке были, и такое размещение делалось только с листингом на российской бирже, что интересно. Было размещение в 2006 году, и это размещение было почти на полмиллиарда долларов, то есть спрос на размещение составил 4,5 миллиарда долларов. Безусловно, это сообщающиеся сосуды. Чем больше отжимаешь по прайсингу, тем меньше

шансов реализовать нормальную переподписку.

Понимание проблемы является уже половиной ее решения. К сожалению, из-за информационного вакуума многие компании даже не понимают, что если ты оставляешь 3-5% на столе у инвестора, то это вообще-то мало, на самом деле апсайд должен быть больше. Часто я наблюдал истерики, когда говорили: ах, как же так получилось, мы могли еще больше забрать денег себе! Вот этот вопрос — это вопрос менталитета и вопрос образованности инвестиционного сообщества.

Безусловно, ожидать, что менталитет может измениться с выпуском книжки или еще как-то единомоментно, наверное, не приходится.

С другой стороны, нужно хотя бы заставить людей задуматься об этом. А уж предметно принять какие-то решения их заставит рынок.

Опять-таки то, что происходило три года до кризиса и три года после него, — это, как говорят в Одессе, две большие разницы.

Еще один момент, об этом я говорил на форуме объединенной биржи (Форум ММВБ-РТС 5 апреля 2012 года. — *Прим. ред.*): само государство должно находиться впереди планеты всей по этому вопросу, потому что помимо фискального интереса, который сейчас остро не стоит, у государства есть интерес по развитию того самого внутреннего инвестора, развитию фондового рынка в целом, мотивированию компаний размещаться здесь и так далее. Поэтому суперважно не допускать подобных ошибок при размещении государственных компаний. В первую очередь мы сейчас говорим о приватизационных размещениях, на них лежит еще и груз вот этой ответственности — правильного прайсинга. И если не государство сделает все правильно, то тогда кто?

— Пока ни один чиновник твердо не сказал, что приватизационные размещения будут проходить дома, а не в Лондоне. Но по-моему, все люди рынка едины во мнении, что размещаться следует все-таки здесь, и это не только потому, чтобы дать ММВБ заработать. И второе — правильно определить цену размещения.

— Согласен. Хотя надо сказать, что с точки зрения прайсинга разницы между размещением здесь и там нет. Вопрос действительно в другом. Если делается ставка на развитие национального рынка, то, конечно, было бы правильно размещать компании здесь. С другой стороны, было бы неправильно заставлять их размещаться здесь, когда мы находимся в начале пути по созданию комфортных условий для размещений. Я бы очень осторожно подходил к этому вопросу. Помимо кнута должен быть пряник, иначе механизм не работает.

— А пряником может быть весь комплекс обсужденных нами мер?

— Да. И понятен круг вопросов, над которыми нужно работать. Самая главная тема — это сроки, реализация всех названных мероприятий. В этом году нужно большую часть, что называется, пропихнуть, чтобы они реально заработали.

— И тогда в следующем году можно будет говорить о программе приватизации, которая могла бы уже быть проведена на национальном рынке.

— Смотрите, в чем замечательность прайсинга. При помощи прайсинга ты можешь помочь людям закрыть глаза на какие-то огрехи инфраструктурного характера. Поэтому если компании и государство готовы делать приватизацию осенью, то нужно это делать. Но — «смотри пункт первый». Самое главное (в первую очередь для российских участников) — это вопрос цены и вопрос правильного мотивирования инвестиционного сообщества.

Чтобы не наступать на грабли народных IPO.

И в этом смысле есть момент менталитета и прайсинга, а есть момент правильной процедуры. Наверное, биржевой транш — это более правильный формат, нежели попытки убедить бабушек принести последние пенсионные накопления. Бабушки не понимают, что российский рынок волатилен из-за нефти, а те, кто торгует через интернет-трейдинг, это понимают прекрасно. Поэтому с ними другой уровень разговора. Но при этом интернет-трейдеры не имеют того уровня понимания динамики спроса, который имеют инвестиционные банки, компании-эмитенты и продающий акционер. Поэтому они будут полагаться на правильный прайсинг сделки со стороны вышеупомянутых лиц, и тут, конечно, продающему акционеру и компании нужно вести себя разумно и оставлять апсайд.

— Маленький побочный вопрос. Игроками на рынке IPO с точки зрения посредников всегда были большие инвестбанки. Сейчас в этом рынке начали участвовать «Алор», «Финам», другие компании помельче. С вашей точки зрения, является ли это какой-то заметной тенденцией? Есть ли у них шансы? Могут ли эти шансы реализоваться на площадке РИИ?

— Шансы есть. Но я бы не стал развивать эту тему, потому что это не наш сегмент. Наш сегмент — это более крупные размещения, и у него другая инвестиционная база. Размещения «Финама», «Алора» достаточно небольшие, которые в первую очередь размещаются внутреннему инвестору, который их покупает.

Да, безусловно, на этой площадке будут и другие размещения.

Но я не занимаюсь непосредственно этой темой, поэтому не имею четкого понимания глубины этого рынка. Хотя подозреваю, что таких компаний достаточно много.

— Какое IPO вы считаете на послекризисном отрезке лучшим, а какое — худшим, если это можно обсуждать в таких категориях?

— Сложный вопрос. Он подразумевает либо подхваливание, либо критику клиента и коллег по цеху.

На самом деле есть то, что называется best practice, а есть worst practice. С точки зрения best practice есть группа «Н-Транс», профессионалы на рынке транспортно-инфраструктурных услуг. Они — это один из образцов того, как нужно себя вести на рынке акционерного капитала. С этой точки зрения размещение компании Global Ports, объединяющей портовые активы «Н-Транс» (произошло в прошлом году), было очень хорошим. В первый день оно дало доходность 8%. Когда рынок падал во втором полугодии в тартарары, то стоимость бумаг Global Ports падала медленнее, чем рынок. Компания выполнила свои IPO-обещания. Я бы рекомендовал эмитентам ориентироваться на подобные наилучшие практики и с точки зрения того, как размещаться, и с точки зрения того, как коммуницировать с рынком после размещения.

Ну и, конечно, были всякие грустные примеры, которых, к сожалению, случилось больше. Имена называть не буду, вы их сами прекрасно знаете.

— Недавно в «Вестнике НАУФОР» была статья, в которой прогнозировалось, что если дело и дальше пойдет так, как оно идет сейчас, то через некоторое время на нашем рынке останется какое-то количество госбанков, инвестиционных банков с госучастием и дочек западных банков, которые будут другу продавать десять бумаг нефтегазового и энергетического сектора, а все остальное умрет.

— Полная ерунда. Не будет так.

— Почему?

— Момент первый, с точки зрения бумаг. Безусловно, наша экономика была сырьевой и таковой остается. Этого никто не отменял. Но у нас достаточно много качественных компаний, которые уже торгуются, и на подходе с разными сроками материализации еще приличное количество качественных, интересных, хороших компаний. Поэтому нельзя сказать, что все закончится плачевно, даже если мы ничего не будем делать по развитию рынка. А тем более, если мы будем работать над изменением рынка. Я реально верю, что часть офшорных компаний может вернуться в Россию. Но для этого нужно создать правильные предпосылки. Потому что зачем мне как инвестору торговать в депозитарной расписке и платить по 3–4 цента в год за каждую расписку, если я могу торговать в России удобно, на родном языке, не беря каких-то дополнительных рисков и так далее.

Что касается конкуренции, то она реально выросла. И эта конкурентная среда напрямую влияет на негативные явления в области прайсинга, которые мы наблюдаем. Среди российских банков сейчас происходит ребалансировка, и коллегам из ВТБ и «Ренессанса» придется подвинуться.

Уйдут ли западные банки с российского рынка? Нет. Они как работали здесь, так и будут работать. Поэтому вопрос о конкурентной среде, скорее, зависит от более или менее стабильного рынка, который дает более или менее стабильный поток бизнеса, которого, в свою очередь, будет более или менее хватать на участников этого рынка.

— А что с инвестором будет происходить? Я имею в виду, конечно, внутреннего инвестора.

— Здесь сложный вопрос. Посмотрим, как пройдут первые биржевые транши по размещениям. Нужно посмотреть, как это все работает живьем. Понятное дело, что у населения огромные деньги, которые либо лежат под подушкой, либо инвестируются в недвижимость. И население сложно осуждать за это, потому что если у тебя такой волатильный рынок, в который сегодня вложил, а завтра у тебя оказалось в три раза меньше, то это обидно.

Надо наращивать внутреннюю базу. И за счет населения ее не нарастишь. Ее нужно наращивать за счет допуска институционалов, фондов национального благосостояния, чтоб создать глубину рынка. И потом уже подтянется население.

Важно двигаться быстро. Потому что часики-то тикают!

— Какие основные риски существуют для реализации всех тех изменений, которые мы обсудили?

— Риска на самом деле два. Первый — это недостаточное понимание. Риски, связанные с недопониманием, я сам для себя называю «великодержавный шовинизм». В этой ментальности «мы сами умные, и если кому чего от нас надо, то пусть сам он под нас подстраивается».

Второй риск — это сроки. Когда погружаешься в тему, все начинает расползаться в разные стороны, и дьявол кроется в деталях. Реализация мер в результате оттягивается. Но меры должны реализовываться а) как можно скорее и б) синхронно. Не нужно думать, что появится центральный депозитарий и T+3, а дальше все будет классно само собой. Так рыночный механизм не работает. По всем направлениям нужно двигаться параллельно.

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.

Вызовы-2012

Участники круглого стола НАУФОР обсуждают текущие экономические и политические тренды

В реальном секторе акционеры склонны снижать объем реинвестирования. Средства уходят за рубеж: отчасти на финансовые счета, отчасти в зарубежные активы. Так или иначе, отток капитала — это отражение недостаточных инвестиционных возможностей именно внутри российской экономики.

Участники круглого стола: директор Центра развития фондового рынка Юрий Данилов, главный экономист Deutsche Bank в России Ярослав Лисоволик, главный экономист «Альфа-банка» Наталья Орлова.

Модератор — Ирина Слюсарева.

— Год начался так бурно, что, может быть, будем обсуждать главным образом не итоги «давно прошедшего» 2011, а сразу начнем с текущих тенденций? У Ярослава есть идея связать общие макроэкономические тенденции с тенденциями ухода капитала и затем плавно перейти на обсуждение финансовых рынков.

Ярослав Лисоволик. С одной стороны, результаты прошлого года вполне позитивны: и экономический рост оказался выше прогнозов, и бюджет сведен с профицитом, и инфляция достигла рекордно низкого уровня, и прозошел прорыв в процессе вступления России в ВТО.

С другой стороны, в прошлом году имел место рекордный отток капитала. Этот фактор привел к замедлению экономического роста, роста инвестиций в основной капитал. И это остро поставило вопрос относительно качества инвестиционного климата в России. Отток капитала был очень значительным при том, что цены на нефть оставались высокими. Я думаю, это стало для правительства очень мощным показателем того, что в системе надо что-то менять. В противном случае есть угроза, что отток станет хроническим, как мы это наблюдали в 90-х годах. И справиться с проблемой становится уже намного более сложно, потому что в процесс оттока капитала включаются все новые и новые факторы. Формируются негативные ожидания, с которыми тоже надо бороться в плане экономической политики.

Поэтому одна из ключевых задач на этот год, унаследованная из года прошлого, — справиться с оттоком капитала. Я думаю, возможности для

этого в течение года представятся. Есть возможность начать с чистого листа, имея в виду формирование нового правительства, запуск нового этапа структурных реформ, которые, я надеюсь, начнутся в течение этого года. И может быть, это позволит преодолеть ту негативную динамику оттока капитала, которая существовала на протяжении прошлого года.

Наталья Орлова. Совершенно очевидно, что одним из наиболее важных трендов 2011 года, который влияет теперь уже и на экономическую динамику года нынешнего, является отток капитала.

Но мне кажется, нужно еще задаться вопросом, что происходит структурно.

Как мы знаем, причины для оттока бывают разными. Отток может быть связан с уходом нерезидентов, но сейчас наблюдается в большей степени отток российского капитала. И, на мой взгляд, он связан с тем, что не хватает внутренних инвестиционных проектов.

По итогам 2011 года мы видим, что объем инвестиций не вернулся к докризисному уровню, хотя потребление у нас выросло на 4% от уровня 2008 года. То есть, на мой взгляд, сейчас в реальном секторе акционеры склонны снижать объем реинвестирования тех прибылей, которые они извлекают из предприятий. Отчасти эти средства уходят за рубеж и остаются на финансовых счетах, отчасти инвестируются в покупку зарубежных активов. Так или иначе, отток капитала — это отражение

недостаточных инвестиционных возможностей именно внутри российской экономики. Поэтому задача нового правительства или новой экономической программы — создать инвестиционные возможности, чтобы тот капитал, который имеется в стране (поскольку у России есть профицит по текущему счету), мог быть инвестирован.

Еще одна тема, которая тесно связана с темой оттока капитала, — это ситуация в банковском секторе. В прошлом году мы видели, что на фоне ушедших из страны 84 млрд долларов банковское кредитование сильно ожило. В какой-то степени происходит замещение — предприятия частично выводят собственные средства, при этом они вынуждены увеличивать свое финансовое плечо, заимствуя, в частности, у российских банков. Здесь сказывается влияние и внешнего кризиса; очень показательно, что рост корпоративного кредитования составлял 10–15% в первом полугодии прошлого года, а со второго полугодия вырос до 20–25%. И это очевидное отражение того, что когда компании уже не смогли заимствовать за рубежом, они пришли на внутренний рынок. Это привело к повышению процентных ставок.

Повышение процентных ставок — тоже достаточно яркая тема прошлого года. Резко выросли и однодневные ставки, и более длинные депозитные ставки, и отчасти кредитные ставки.

Сейчас банковское кредитование пока еще не замедляется, и вполне возможно, что на горизонте этого года процентные ставки сохранят повышательную динамику. Эту задачу правительство тоже должно будет поставить в свой список — если деньги будут и дальше дорожать, это может стать фактором, ограничивающим экономический рост.

С другой стороны, нужно соблюдать некий баланс между тем, чтобы банки не накопили новые проблемные кредиты. По всей видимости, Центральный банк будет жестко контролировать такой активный рост кредитования, то есть каким-то образом ограничивать его либо через нормативы, либо через ужесточение денежной политики.

Очевидно, что тема оттока капитала очень сильно влияет на то, что происходит в банковском секторе и на те риски, которые российские банки накопили или будут накапливать.

Юрий Данилов. Коллеги начали говорить об оттоке капитала, и это не случайно. На мой взгляд, это действительно самая серьезная проблема и, может быть, самый мощный тренд и прошлого года, и первых месяцев этого.

Цифры первого месяца нового года свидетельствуют о том, что процесс не только не замедляется, но и не исключено, может быть более интенсивным, чем в прошлом году.

Каковы причины? Свидетельство ли это того, что экономика не может переварить финансовые ресурсы, либо влияет что-то другое, например политическая неопределенность? На мой взгляд, это одно и то же, по большому счету. Я бы говорил не о политической неопределенности, а о плохом инвестиционном климате. Он как раз является причиной того, что не создаются новые инвестиционные возможности, и часть тех сбережений, которые делают экономические агенты в России, оказывается невостребованной. Вернее, решения по их инвестированию принимаются в пользу иностранных вариантов. Невостребованность внутренних сбережений внутри страны и означает, что экономика их «не переваривает». Но это не означает, что имеющиеся сбережения не нужны вообще — они не нужны для сегодняшнего отвратительного инвестиционного климата. Я бы привел даже такую художественную аналогию: если организм не может чего-то переварить, значит, он много кушает; наш же экономический организм и так дистрофичен, и если уж дистрофик не может переваривать, то следующая стадия — это смерть такого организма.

Если мы сопоставим российские сбережения с аналогичными показателями, например, наших конкурентов на мировой арене, то окажется, что мы явно проигрываем конкуренцию этим странам. И если какое-то время назад был в фаворе лозунг «Догнать Португалию!», то скоро уже будет актуальным призыв догнать по уровню жизни Китай, потом Индию и так далее. Отстаем мы потому, что наши инвестиционные ресурсы уходят за рубеж. И если рассматривать всю историю наблюдений, то в прошлом году у нас вторая в истории абсолютная цифра по чистому оттоку капитала. Самая большая цифра — это 2008 год, а прошлый год к нему приблизился (133,7 млрд и, соответственно, 84,2 млрд долларов). Такой большой отток обескровливает российскую экономику.

Есть еще второй момент. Уходят долевые инвестиции (прямые, портфельные), а приходят в основном заемные деньги (так называемые «прочие инвестиции» в классификации иностранных инвестиций). Это ведет к существенному снижению устойчивости корпоративного сектора экономики: мы отдаем собственный капитал, а привлекаем заемный. Так долго продолжаться не может. Уже сейчас понятно, что возможности для заимствования на внешних рынках для многих российских предприятий не станут лучше, когда мир выйдет из кризиса. Им просто не будут давать деньги, потому что соотношение привлекаемых ресурсов и источников погашения у них уже не такое хорошее, как раньше. Дефицит собственного капитала российского корпоративного сектора — обратная сторона нашего оттока капитала — на мой взгляд, уже просто чудовищен.

В прошлом году и начале этого наметился еще один негативный качественный момент, имеющий непосредственное отношение к фондовому рынку, — начался отток эмитентов. Многие эмитенты уходят из российской юрисдикции в иностранные. И судорожные попытки остановить делистинг достаточно лакомых эмитентов на нашей теперь уже объединенной бирже говорят о том, что эффективных инструментов против этого пока нет — ни экономических, ни политических.

— Грядет большая программа приватизации государственной собственности, и вбрасываются варианты, что это будет происходить на Лондонской бирже. Если уж государство идет в Лондон, то какой это знак корпоративным эмитентам? В то же время руководство биржи оценивает возможность вернуть рынок из Лондона как вполне реальную.

Ю. Д. Я от всех наших биржевиков слышу примерно одно и то же. И они правы, когда говорят: когда сложится вся система нормативных актов — по центральному депозитарию, по клирингу и так далее — эти меры дадут очень мощный результат в смысле притяжения ликвидности. (Очень интересный обзор выпустил «Ситибанк», там предполагается, что ликвидность внутреннего рынка увеличится в результате всего этого практически в три раза.) Но все перечисленное — это меры внутри фондового рынка, а не внутри всей финансово-экономической сферы, они не улучшают инвестиционный климат как таковой. В финансовом секторе предпосылки для того, чтобы отыграть назад, действительно созданы, но общеэкономические и политические предпосылки, мне кажется, не просматриваются.

Поэтому оптимизм биржевиков можно разделить, но боюсь, что изменений только в части фондового рынка не хватит для улучшения инвестиционного климата в целом.

— В прошлом году действительно произошел мощный законодательный прорыв. Принят пакет документов, которые многое меняют на фондовом рынке, — закон о клиринге, закон о биржах, закон о центральном депозитарии. Я бы предложила оценить наступившие (и возможные) последствия этого законодательного прорыва.

Я. Л. Правильно было сказано, что биржевики воспринимают эти процессы позитивно. С точки зрения обсуждения инвестиционного климата в России формируется отдельная тема — развитие финансовой инфраструктуры, прорыв в этой области, который основывается на реализации ряда мер, в том числе на принятии Закона о центральном депозитарии. Многие инвестбанки сейчас активно распространяют идею о том, что потенциально этот прорыв — один из драйверов улучшения инвестиционного климата в России в ближайшие годы. Могу сказать, что интерес к этой теме со стороны крупных институциональных иностранных инвесторов очень значителен. Некоторые даже совершали отдельные визиты в Россию для изучения, и результаты были достаточно интересными.

Скажем, тема центрального депозитария видится некоторыми крупными иностранными институциональными инвесторами как очень важная и значительно облегчающая им режим инвестирования в российский фондовый рынок. Думаю, что шаги, которые делались в этом направлении российской стороной, начинают формировать определенные ожидания. По мере того как начинания, связанные с центральным депозитарием, а также слиянием бирж, будут завершаться, мы увидим, насколько развитие инфраструктуры будет отвечать ожиданиям инвесторов. В принципе, инфраструктура — это уже вполне сформировавшийся отдельный драйвер для российского фондового рынка в течение этого года и ближайших нескольких лет.

— **Все это предпринималось во многом затем, чтобы западный инвестор смог прийти в Россию. Теперь такая возможность у него есть, но есть ли желание?**

Я. Л. Недавно я был в Европе и США и должен сказать, что такого интереса к России я не видел на протяжении уже последних нескольких лет. Связано ли это с тем, что в течение этого года фондовый рынок вырос более чем на 20%, что цены на нефть высоки и, скорее всего, будут оставаться на повышенных уровнях? Или это связано с тем, что в России наблюдается интересная динамика в самой экономике, в самой финансовой системе, которая действительно представляет уже целый набор драйверов для инвесторов? На фоне высоких цен на нефть возможен высокий экономический рост, а, кроме того, будет происходить вступление в ВТО, развитие инфраструктуры, возможна новая экономическая программа.

В то же время такого же рода позитивную динамику мы видели в первом квартале 2011 года — наш фондовый рынок рос, интерес к нему был очень большим, многие говорили о переключении с Турции в пользу России. Но все это оказалось недолговечным. Сейчас, я думаю, мы находимся на точке излома, потому что если не будет принята новая экономическая программа реформ, которая четко определит основные приоритеты, то вновь возобладает определенный скептицизм.

Н. О. Мне кажется, нужно четко различать, что на самом деле существует два круга инвесторов. Есть инвесторы, которые уже работают в России и знают этот рынок. Они действительно ищут новые факторы — формирование правительства, подписание (или хотя бы озвучивание) новой экономической политики на будущее. Интерес этих инвесторов достаточно детален. Они смотрят на то, что будет происходить с налогообложением, смотрят на изменения инфраструктуры финансового рынка, но именно с точки зрения того, приведут ли эти факторы к каким-то фактическим изменениям в стоимости компаний.

В частности, если изменения инфраструктуры финансового рынка позволят остановить делистинг и увеличить ликвидность внутреннего рынка, то, безусловно, для таких инвесторов это будет позитивным сигналом.

Но есть и второй круг инвесторов. Это большое количество долгосрочных иностранных портфельных инвесторов, пенсионных фондов, например, которые, по большому счету, с Россией не работали, но могли бы сюда прийти. Им исключительно нужно, чтобы правительство сделало совершенно конкретные шаги в направлении улучшения инфраструктуры рынка. Потому что обещания — это очень хорошо, но по факту эти инвесторы действительно нуждаются в абсолютно другой депозитарной системе, в гораздо больших гарантиях прав инвесторов. Поэтому, как сказал Ярослав, они приезжают и смотрят, в какую сторону идут изменения. Но они будут смотреть именно на фактические изменения. И для этого круга инвесторов очень важен общий имидж страны с точки зрения инвестиционного климата. То, что касается положения России в рейтингах эффективности ведения бизнеса, то, как Россия себя позиционирует с точки зрения переговоров в ВТО, в большой двадцатке. Любая форма включенности России в мировую экономику является для них очень важным подтверждением.

Еще раз повторюсь, им нужны конкретные изменения инфраструктуры, и им важно понимать, что в России изменился порядок управления экономикой.

Думаю, для того чтоб эти инвесторы пришли на российский рынок, потребуется определенное время. Потому что даже если новое правительство, допустим, в конце второго квартала озвучит новую экономическую программу, то очевидно, что потребуется время для ее реализации. А инвесторам, соответственно, потребуется время, чтобы ее оценить. Конечно, очень важно двигаться в этом направлении. Но мне кажется, важно также понимать, что, пока Россия находится в ситуации высоких цен на нефть, она не очень заинтересована в том, чтобы быстро реализовывать такие изменения. Поскольку в противном случае это привлечет в Россию огромный приток капитала, который в сочетании с высокими ценами на нефть будет большой проблемой для Центрального банка, валютного курса и конкурентоспособности экономики.

Здесь у нового правительства тонкая задача: с одной стороны, сформировать новую программу и иметь возможность ее запустить, а с другой стороны, очень внимательно смотреть, как реализация программы будет накладываться на развитие мирового кризиса. Потому что мировая экономика очень нестабильна, финансовые рынки нестабильны, и очевидно, что Россия по возможности будет стараться от этой нестабильности дистанцироваться.

— **Получилось, есть три пункта, которые являются существенными для иностранных инвесторов, еще не пришедших в Россию: вопросы инфраструктуры, гарантии прав инвесторов и общий имидж страны. Можем ли мы считать, что пресловутый вопрос о соответствии нашего центрального депозитария правилу 17-f-7 уже почти решен?**

Н. О. Очевидно, что инвесторы захотят посмотреть, как будет работать новая инфраструктура. Но я думаю, что это движение в правильном направлении. Тема центрального депозитария — это действительно то, что беспокоило долгосрочных крупных инвесторов. По этому пункту, я думаю, действительно есть большой прогресс.

— А по поводу гарантий прав инвесторов есть прогресс? И что будет знаком для инвесторов, что в России пройден какой-то этап?

Н. О. На мой взгляд, еще есть несколько моментов, в которых правительству России, эмитентам нужно изменить имидж. Совершенно очевидно, что в последние годы иностранные инвесторы получали очень много информации по поводу размаха рейдерства в России. И это, конечно, очень сильно их пугает.

Я лично знаю очень много историй про иностранных инвесторов, которые приходили в фонды прямых инвестиций, делали определенные вложения в Россию, а потом все теряли. Потому что иностранному инвестору, для того чтобы запускать проекты в России, всегда нужно искать российского партнера. И всегда большая проблема, можно ли доверять этому человеку. Очень часто это вопрос устных договоренностей при полном отсутствии юридических прав, или эти права есть, но российскими судами они не признаются. Эта проблема в большей степени отражает именно беспокойство прямых инвесторов, она в меньшей степени касается непосредственно портфельных инвесторов. Впечатления от того, как работает судебная система нашей страны, которые складываются у крупных долгосрочных игроков, несколько тормозят их желание инвестировать в российский рынок.

Ю. Д. Я бы переформулировал вопрос таким образом: заложено ли в цены ожидание иностранных инвесторов по созданию центрального депозитария и центрального контрагента. Я считаю, что нет. Последние несколько месяцев одна из наиболее успешно продаваемых нашими брокерами идей — сыграть на разнице локальных акций и цен на ADR. То есть, эти цены пока сильно не сблизились. Идея продается, иностранные инвесторы то-

чечно покупают локальные акции, по которым существует наибольший разброс. Да, по одной бумаге спред был 23%, а стал 20%; а по другой бумаге вместо 30% стало 25%. Но 25% разницы между ценой локальной акции и ADR — это очень много! Это значит, что в цены изменение отечественной инфраструктуры пока не заложено, или заложено в минимальной степени. Есть бумаги, по которым вообще спред не поменялся. И таких, кстати, большинство.

По защите прав инвесторов. Я бы сказал, что действительно судебная система здесь играет ключевую роль. Но проблема-то в чем — без коррупции наша судебная система уже не работает вообще! Идут судебные слушания, процесс может длиться сколь угодно долго, но пока заинтересованное лицо не найдет способ просто дать денег, решение принято не будет, несмотря на то, что все законы на стороне этого лица. То же самое с правоохранительными органами, то же самое с другими институтами защиты прав собственности.

Поэтому я бы сказал, что здесь дело даже не в том, что иностранные инвесторы напуганы рейдерством или еще какими-то проблемами. Проблема в том, что в реальной экономической жизни и рейдерство расширяет сферу своего функционирования, и в целом защита прав собственности не улучшается именно из-за разложившейся судебной системы и разложившихся правоохранительных органов.

— Это как раз третий пункт — общий имидж страны. Можно его переименовать как общее качество институтов.

Ю. Д. Здесь на самом деле две вещи. Общий имидж страны — это и макроэкономика тоже, и прибыли корпораций тоже. И совсем другой момент — качество институтов.

— Мы вынужденно уходим в сторону политики. И я задам спонтанный вопрос: коллеги, ну как вам то, что произошло в этом поле? Политические изменения стремительны, никто их не прогнозировал. Вот мы имеем программу нашего будущего президента, которую он частями печатал в разных изданиях. И также имеем собственный взгляд на ситуацию. Как вам кажется, будут ли запущены серьезные реформы? Каковы вообще ваши прогнозы?

Я. Л. Я думаю, с одной стороны, хорошо, что политический цикл завершается, и это должно внести большую определенность в функционирование финансовых рынков. Для рынков всегда важна предсказуемость. Есть, по крайней мере, тот позитив, что когда электоральный цикл завершился, то нет острой необходимости со стороны правительства проводить экономическую политику, ориентированную на популизм.

И, думаю, есть заинтересованность в том, чтобы переключиться на придание экономической системе большего динамизма для повышения ее жизнеспособности.

После выборов будет следующий этап неопределенности — формирование нового кабинета. Его состав — в какой-то степени указатель на то, в каком направлении мы пойдем.

Те программные заявления, которые мы видели в статьях премьер-министра, скорее всего, говорят о том, что все-таки будет взят курс на придание системе большего динамизма. Но в то же время у меня складывается впечатление, что остаются надежды на индустриальную политику, на роль государства в экономике. В частности, статья Путина в «Ведомостях» содержала ссылки на опыт азиатских стран в использовании государства для стимулирования, в том числе, инвестиционных процессов в определенных, приоритетных, секторах экономики. Приоритетные секторы экономики были названы в статье премьера, что в принципе говорит нам о том, что определенные элементы индустриальной политики мы, наверно, увидим.

Если говорить о содержании третьего срока, то поначалу я ожидаю примерно того, что мы видели в первый срок Путина, то есть будет попытка агрессивного реформирования системы. В зависимости от того, как пойдет этот процесс, экономическая политика правительства будет достаточно прагматично эволюционировать. Но поначалу (особенно учитывая, что у Путина есть окно возможностей для проведения реформ в течение нескольких следующих лет), я думаю, мы увидим достаточно серьезные реформы.

Н. О. У меня немножко другая концепция. Я считаю, что в условиях, когда состояние мировой экономики очень непрогнозируемо, сформулировать четкий план экономических изменений может оказаться затруднительно просто потому, что внешняя среда сильно меняется. Не очень понятно, какие задачи первостепенны, кто наши конкуренты. В последние 10–20 лет мы ориентировались на развитые страны, особенно в 90-е годы. В 2000-е появилась группа БРИК, но всегда была некая внешняя среда, которая задавала нам контуры, бенчмарки, ориентиры, к которым мы стремились.

Сейчас, по большому счету, таких ориентиров нет. Сейчас мы видим долговой кризис в развитых странах, видим беспокойство по поводу замедления в китайской экономике. Мне кажется, что ситуация ближайших пяти, а может, десяти лет будет достаточно отличаться от привычного для России контекста мировой экономики. И это первый фактор неопределенности, который означает, на мой взгляд, что сформулировать программу, аналогичную программе начала 2000-х, будет достаточно сложно. И реализовать ее будет сложно. Может, и можно сформулировать, но очевидно, что реализация такой программы, если она появится, будет очень сильно зависеть от меняющейся внешней среды.

Второй момент. На мой взгляд, основная дилемма лежит в плоскости бюджетной политики и заключается в том, будет ли государство и дальше увеличивать социальные расходы, то есть брать на себя патерналистскую роль? Или же оно попробует запустить инвестиционный рост с опорой на частный капитал (который будет возвращаться), постарается восстановить и удержать темпы экономического роста? Вот это очень важный вопрос и огромная зона неопределенности. В прошлом году бюджет был исполнен достаточно жестко, но последний месяц мы видим, что предвыборный эффект все-таки проявился — по значительному увеличению расходов бюджета. Наиболее вероятным мне кажется сценарий, в котором государство продолжит накапливать резервный фонд. Это будет предпочтение макростабильности с тем, чтобы иметь запас государственных ресурсов, которые могут быть потом потрачены на случай новой волны мирового кризиса. Иными словами, это будет политика с не очень проявленной социальной ориентацией, что, наверно, логично после выборов. Президент избран на шестилетний срок. Это не требует больших социальных расходов в ближайшее время. Пенсионная индексация у нас уже прошла в последние четыре года. Соотношение пенсий к зарплатам сейчас находится на достаточно приемлемом уровне.

Поэтому я думаю, что бюджетная политика пойдет по пути сохранения макростабильности и заодно создания некоторого запаса прочности.

И третий момент, на котором я хотела бы заострить внимание, — это, собственно, то, о чем мы говорили вначале. Государство будет реагировать на отток капитала, потому что с этим что-то надо делать.

И мне кажется, здесь надо понимать следующую вещь. Безусловно, отток капитала — это в большей степени корпоративная история, но мы также знаем, что есть отток частного капитала. Мы все знаем много историй, когда покупается недвижимость за рубежом. Трудно оценить масштабы, но, наверно, мы говорим про 10–15 млрд долларов в год, которые выводятся частными лицами, то есть отток достаточно значителен. И, на мой взгляд, этот отток связан с тем, что государство в последние 10-20 лет очень мало инвестировало в социальные сегменты — здравоохранение, образование, в те сектора, в которые никто, кроме государства, инвестировать не будет. Принципиально важно, чтобы роль этих секторов и роль социальной ответственности государства (не в смысле повышения зарплат бюджетникам, а именно в смысле поддержания качества услуг социально значимых секторов) увеличилась. Если такая фокусировка будет озвучена в последующей экономической программе, то, думаю, это будет очень хорошей возможностью для того, чтобы как-то развернуть платежный баланс и в некотором смысле улучшить инвестиционный климат.

Ю. Д. Про бюджетную политику мне говорить довольно сложно. Об этом бы, наверно, хорошо сказал Евсей Томович (Е. Т. Гурвич, руководитель Экономической экспертной группы. — *прим. ред.*) Но я бы не согласился с коллегами в одном нюансе. Тезис о том, что теперь социальная политика не висит грузом на бюджете, мне кажется не совсем точным. Проблема, наверно, не в социальных расходах как таковых в целом, а немножко в другом.

Не случайно мне вспомнился Евсей Томович, а именно ярчайшее его выступление на совещании у Шувалова по Стратегии-2020. Гурвич там привел убийственные данные по доле работников правоохранительных органов (включая таможню) в общей численности экономически активного населения — для России и ряда других стран. И данные по соотношению их зарплаты и средней зарплаты по стране. Тогда ситуация была еще не такой ужасной. Средняя зарплата правоохранителей в России была чуть-чуть выше, чем в среднем по стране. Сейчас, по моим оценкам, средняя зарплата в полиции почти в три раза выше, чем в среднем по стране. То есть не весь объем социальных обязательств тяжел, а тяжела именно эта часть. И я абсолютно уверен, что в нынешней политической ситуации эта тяжесть будет только увеличиваться.

Этот груз власть не сбросит ни при каких условиях. Поэтому, к сожалению, мы не можем в данном случае начать с чистого листа.

Я. Л. Полностью согласен с коллегами, бюджетный фактор — самый главный риск в среднесрочной перспективе для нашей экономики. И также в принципе согласен с тем, что накоплены очень высокие социальные обязательства, и этот факт делает сложным их сокращение в дальнейшем. По подсчетам МВФ, почти 80% роста бюджетных расходов с периода кризиса — это те расходы, которые очень сложно сократить. В этих условиях, помимо высокой социальной нагрузки на бюджет, которую мы унаследовали от только что завершившегося электорального цикла, мы вступаем в полосу невероятного роста инфраструктурных расходов со стороны бюджета. В течение нескольких следующих лет, вы знаете, у нас будут реализовываться очень крупные проекты, от саммита АТЭС до олимпиады в Сочи. На высокую социальную нагрузку на бюджет накладывается инфраструктурная. Помимо этого, есть планы по повышению расходов на оборону, на здравоохранение. Во многих областях накопились совершенно естественные потребности, которые будут в дальнейшем расти, и их надо будет финансировать.

Поэтому бюджетный вызов в среднесрочной перспективе, безусловно, является нашей ахиллесовой пятой. Не зря агентство Fitch, когда выступило по поводу суверенного рейтинга России (и, кстати, по поводу ее имиджа), в первую очередь ссылалось на наши среднесрочные бюджетные проблемы.

Какие бюджетные ограничения мы должны определить для себя, что это за правила? В какой форме мы будем ограничивать и расходы, и бюджетный дефицит в дальнейшем? Будут ли это ограничения на общий уровень дефицита, или мы возьмем так называемый ненефтяной бюджетный дефицит и будем концентрироваться только на нем, как это делает, скажем, Норвегия.

Второй (и самый главный) фактор — это то, что теперь Россия фактически заперта в ситуации, когда без повышения эффективности бюджетных расходов она просто не сможет справиться с бюджетным вызовом.

В принципе имеется один запасной вариант — это приватизация, приток иностранного капитала, за счет которого могли бы отчасти финансироваться инфраструктурные проекты. Но по большому счету мы действительно подходим к тому этапу, когда без серьезного улучшения системы государственных расходов проблему оказывается сложно решить.

Тема следующих шести лет для Путина, судя по всему, — это парадигма инвестиционного роста. Рост в предыдущие десять лет во многом шел за счет потребления. Сейчас, возможно, мы войдем в новую парадигму.

В принципе в своей программе Путин как раз говорит о том, что есть необходимость увеличить долю инвестиций в ВВП с 20% до 25, то есть расти за счет опережающего роста инвестиций. Это в основном должно основываться на развитии инфраструктуры, спрос на которую у нас огромен и, помимо всего прочего, еще повышается крупными инфраструктурными проектами.

Новая парадигма, наверное, так же, как это происходило в Азии, будет определять новый виток модернизации нашей страны в среднесрочной и долгосрочной перспективе. Но произойдет это или нет, зависит от той развилки, которую Россия проходит в этом году: принимаются ли меры по улучшению инвестиционного климата, поступает ли наконец-то иностранный капитал. Если мы продолжим терять и иностранный капитал, и внутренний капитал, и сбережения, то, конечно, такого рода парадигма у нас не может реализоваться.

— Считаете ли вы, что объем коррупции стал системно значимым фактором?

Я. Л. Думаю, что для многих инвесторов это один из ключевых индикаторов, на который они будут смотреть в ближайшие годы, чтобы отслеживать, насколько меняется ситуация в плане экономической политики. Значимость этой проблемы была возведена в очень высокую степень и несколько повысила ожидания и внутри страны, и за рубежом по поводу того, что все-таки будет делаться в этом направлении.

Меняется ли что-то? Я думаю, что в абсолютном выражении уровень коррупции у нас остается высоким. Но с точки зрения динамики, думаю, есть признаки определенного улучшения. Пусть и не очень значительные, но определенные ростки надежды есть. Скажем в рейтинге Doing Business, на который ссылался Путин в начале этого года, Россия наконец-то повысила свое место.

Помимо этого, я считаю, что признаки определенного улучшения в области корпоративного управления тоже есть. (Хотя фундаментально проблемы в корпоративном управлении остаются очень большими.) В прошлом году были приняты меры по изменению состава совета директоров. В этом году изменения продолжаются (хотя и менее публично). И мы видим, что постепенно в госкомпаниях идет замена состава советов директоров, которая сопровождается тем, что в крупнейшие компании приходят и молодые, и независимые, и компетентные специалисты. Помимо этого есть решение, что с 2013 года все наши госкомпании должны публиковать свои финансовые результаты по стандартам международной финансовой отчетности. Это призвано в определенной степени повысить открытость наших компаний. Есть и опять-таки не революционный, но позитивный тренд в области дивидендов. Для инвесторов это тоже определенный знак. Кстати, в течение ближайших месяцев это будет индикатором того, что, может быть, в области корпоративного управления что-то меняется.

Н. О. По поводу коррупции я считаю, что у нас состояние, скорее, стабилизировалось, нежели улучшается. И на мой взгляд, рынку нужны будут какие-то прецеденты. То есть нужны реальные случаи, когда суд принял решение в пользу компании, а не в пользу коррумпированных чиновников, или коррумпированных представителей правоохранительных органов, или коррумпированных представителей власти в целом. Нельзя ожидать, что просто движение России в мировых рейтингах будет восприниматься инвесторами как сигнал того, что они могут теперь безбоязненно приходить на российский рынок. Движение по рейтингу должно быть очень сильным, чтобы оно было как-то ощутимо. Мне представляется, что пока не созданы прецеденты, очень сложно будет уловить улучшения.

Поэтому вопрос: готово ли правительство в какой-то момент повысить значимость борьбы с коррупцией настолько, что оно начнет не только пристально контролировать компании

относительно исполнения ими своих обязательств (в том числе налоговых и прочих), но и призовет к следованию законам представителей органов государственной власти?

Наверно, это произойдет в момент, когда экономические выгоды от борьбы с коррупцией станут осязаемыми. Это, я думаю, должно происходить одновременно с принятием решения об ограничении социальных расходов. Зарплаты государственных служащих уже были сильно повышены. Я считаю, что теперь у государства есть возможность сказать, что дальнейшая индексация будет происходить в рамках инфляции, но не быстрее инфляции. И одновременно нужно понимать, что люди, работающие в государственном секторе, должны платить за свои зарплаты большей чистотой и большим соответствием законам.

Ю. Д. Вопрос, на мой взгляд, чисто политэкономический. Я оканчивал в свое время отделение планирования народного хозяйства и смотрел на людей, которые оканчивали отделение политэкономии, как на абсолютных теоретиков с высокой степенью абстракции. А по жизни получается, что у меня даже статьи начали появляться в политэкономических журналах. Все больше и больше жизнь толкает в политэкономию, но не в классическом советском понимании, а именно в классическом западном.

Коррупция — это действительно значимый фактор для состояния и развития российской экономики, и, может быть, даже важнейший сейчас фактор. Что такое политэкономия? Это наука, которая изучает экономические интересы экономических агентов. В последние четыре года борьба с коррупцией действительно усилилась, то есть президент Медведев в этом плане оказался более активен, чем президент Путин. Но одновременно коррупция из явления, характерного для чиновников, милиции и так далее, стала тотальным явлением. Гаишник, который получил взятку, теперь тратит эти деньги, скорее всего, на другую взятку — в том числе бюджетникам, например, врачу. И мой опыт, и опыт других людей, которые водят машину, таков. Любой независимый агент по оценке ущерба говорит: зачем тебе платить тысячу рублей гаишнику, заплати мне, и я сделаю то же самое. Тут уже возникает конкуренция между коррупционерами, один из которых представляет государственный орган, а другой — частный бизнес.

То есть коррупция стала повсеместной.

Почему это системно важный фактор? Потому что коррупция принципиально меняет сигналы, мотивы поведения. И те действия, которые предпринимает правительство, которое пока еще рассуждает в старых тезисах, что «коррупция — это чиновник», заведомо не достигнут полноценного результата, потому что для того, кто сидит во врачебном кабинете, для сантехника, в конце концов, коррупционный момент очень значим. То, что дороги у нас чистят иммигранты, тоже очень значимо, ведь формальная зарплата людей, которые должны этим заниматься, достаточно высока. Эта зарплата устроила бы многих и многих москвичей. Тем не менее дороги чистят таджики, потому что они получают в лучшем случае половину от заработанного. Это коррупция на низовом уровне, вне правоохранительных органов, вне чиновничества.

Я бы отметил еще один момент, совсем уж уходя в политику. Так уж получилось, что 5 марта мне пришлось пересаживаться в метро с Чеховской на Пушкинскую в тот момент, когда народ расходился с митинга. Единственный лозунг, который я там слышал, — «Путин — вор!» Этот лозунг, на мой взгляд, говорит не о том, что наш премьер-министр лично что-то ворует. Это восприятие народа, который недоволен системой тотальной коррупции. Народ, который приходит на митинг из андеграунда, видит единственную проблему в коррупции, которую он ощущает сейчас везде, повсеместно. И, думаю, не случаен тот факт, что Алексей Навальный, который объявил в качестве экономической программы борьбу с коррупцией, является самым популярным лидером оппозиции.

— Поскольку мы окончательно перешли в плоскость политэкономии, хотела бы вам предложить сыграть в политэкономическую игру. Кто, с вашей точки зрения, должен войти в будущий кабинет министров на ключевые экономические позиции, чтобы все двигалось правильно?

Я. Л. С точки зрения экономиста, главный принцип — это профессионализм. Я думаю, что и в правительстве, и в ЦБ сейчас работают профессионалы высокого уровня. Мы неизбежно увидим какие-то перестановки, скорее, связанные с формальной рокировкой между Путиным и Медведевым. То есть, частично те люди, которые были с Медведевым в президентской администрации, перейдут в правительство. Соответственно, часть окружения Путина мигрирует в президентскую администрацию. Но во многом изменения будут также отражать те политические реалии, которые складываются в течение этого года. И, скорее всего, люди Медведева, которые придут в правительство, будут продвигать некоторые либеральные аспекты экономических реформ, в том числе вопрос приватизации.

В целом я считаю, что уровень нынешней команды, если говорить об экономическом блоке (Центральный банк, Минфин, экономический блок правительства), высоко профессионален. Те изменения, которые, скорее всего, произойдут, придадут, я думаю, новый либеральный импульс экономической политике, которая будет проводиться с середины этого года.

Н. О. У меня, честно говоря, нет впечатления, что исключительно важны какие-то изменения в персоналиях правительства. Мне кажется, важно, чтобы происходила активная ротация на уровне разных министерств, но не министерских позиций, а именно аппарата. Я согласна, уровень профессионализма на топ-позициях у нас хороший. Но вопрос, а хватает ли профессионализма (и желания) у людей на менее высоких позициях (в разных министерствах) реализовать законы и следить за их исполнением? Потому что министр в одиночку не может этого сделать. Может быть, нужно создавать систему привлечения профессионалов из бизнеса, может быть, нужно полное обновление. Мы знаем, что есть удачные прецеденты (в частности, улучшения работы системы МВД) в других странах, когда полностью менялся кадровый состав, и это приносило хорошие результаты.

Ю. Д. На мой взгляд, и это тоже чисто политэкономический вопрос. Я полностью согласен с коллегами, что уровень профессионализма людей на ведущих экономических постах сейчас очень высок. В качестве примера приведу причины низкой инфляции в прошлом году. На первое место я бы поставил профессионализм Центрального банка. Не все со мной согласятся, но на мой взгляд, это именно так.

Проблема не в качестве тех людей, которые входят в правительство, проблема именно политэкономическая, проблема в интересах. К сожалению, наше правительство, наша исполнительная власть построена таким образом, что ведомственные интересы превалируют над общественными. То есть структура интересов никоим образом не соответствует задачам развития экономики, развития страны в целом. Любой министр, любой замминистра будет отстаивать свои ведомственные интересы в ущерб интересам государственным, в ущерб интересам общественным. Нам совершенно необходима реформа исполнительных органов власти, которая ввела бы новые взаимосвязи, в большей мере соответствующие задачам момента, задачам модернизации, по большому счету. Если говорить менее красиво, то задачам догоняющего развития. Нам все равно нужно догонять конкурентов, ускорять темпы роста, повышать качество институтов, то есть решать вполне конкретные общегосударственные задачи. И под эти задачи должна быть заточена деятельность любого министерства. Без реформы системы интересов ничего хорошего не выйдет, как ни пересаживайтесь.

Я. Л. Небольшое дополнение по качеству управления. Недавно Игнатьев был признан лучшим банкиром в Центральной Европе (в 2011 году), а Кудрин был признан лучшим министром финансов несколько лет назад. И иностранные инвесторы признают, что, скажем, качество бюджетной политики на макроуровне за последние десять лет существенно улучшилось; качество денежно-кредитной политики также значительно улучшилось за последние годы. Россия уже, безусловно, является региональным лидером в той политике, которую она проводит в денежно-кредитной сфере, с точки зрения политики обменного курса.

Проблема — в открытости системы государственных услуг. Для того чтобы эта система была более эффективной и качественной на всех уровнях, нужна открытость и конкуренция. Если будет больше открытости, больше равенства возможностей, то это обеспечит более высокое качество управления на всех уровнях. Поэтому мы должны переходить к системе квалификационных экзаменов для тех, кто хочет стать чиновником. Если сейчас карьера чиновника считается престижной, то пусть для занятия соответствующих позиций будут созданы условия открытой конкуренции. Те люди, которые в дальнейшем будут работать на всех нас в правительстве, должны обладать конкретными квалификациями. Соответствующий опыт в Европе и других странах есть. ◻

Благоденствие без роста

В ТЕКУЩЕМ ГОДУ РОССИЙСКАЯ ЭКОНОМИКА БУДЕТ ПОСТАВЛЕНА ПЕРЕД ВЫБОРОМ МЕЖДУ ИНФЛЯЦИЕЙ И ЭКОНОМИЧЕСКИМ РОСТОМ

Центр структурных исследований ИЭП имени Е. Т. Гайдара полагает, что ключевая проблема ускорения экономического роста заключается в эффективности использования внутреннего спроса для стимулирования внутреннего производства. При принятии действенных мер по улучшению институциональных характеристик сегодня результаты могут быть получены уже в ближайшие годы.

Прежняя модель роста, действовавшая после системного кризиса 1998 года, исчерпала свой ресурс.

Прошедший предвыборный цикл заставил еще раз вспомнить старую притчу: голодным надо дать удочку, а не рыбу. Однако распределялась при этом «рыба», стоимость которой была оценена раздатчиками в 1,5% ВВП дополнительных бюджетных расходов. Уже прозвучали оценки МЭР, согласно которым запланированные расходы приведут к дополнительному увеличению ВВП на 0,9%. Мультиплицирующий эффект дополнительных бюджетных расходов низок, поскольку они будут направлены на потребление.

Сегодня в несравнимо большей степени востребованы условия будущего развития. Условия экономического развития подразумевают описание экономической модели на нынешнее десятилетие, она предполагает формулирование приоритетов экономической политики, выделение факторов роста, основных параметров денежной и бюджетной политики, направлений развития банковской системы и финансовых рынков, условий ведения бизнеса.

Варианты роста

В складывающейся ситуации оценки параметров развития экономики России в 2012 году возможны на основе трех сценариев.

Первый вариант, вполне закономерно названный «идеальным», базируется на параметрах, представленных экономическим блоком правительства РФ и ЦБ РФ как желаемые. Согласно официальным оценкам, реальный прирост инвестиций в 2012 году составит при этом порядка 5,0–5,5%, розничного товарооборота — порядка 4,0–4,5%, а продолжающееся подавление инфляции сможет обеспечить среднегодовой прирост потребительских цен примерно на уровне 4,5–5,0%. Учитывая неизбежное продолжение опережающего роста импорта относительно экспорта (хотя и менее высокими темпами), реальный прирост ВВП составит 3,5–3,7%.

Анализ структуры внутреннего спроса показывает, что для реализации описанного варианта удельный

вес роста цен в покрытии прироста спроса должен сократиться до уровня 34–35%, что не фиксировалось в последнее двадцатилетие и существенно ниже сложившегося среднего уровня, превышающего 50%. Фактически это предполагает «институциональную революцию», которая должна произойти завтра, кардинальным образом изменив конкурентную среду, судебную систему, ликвидировав коррупцию и выведя Россию во всех рейтингах по условиям ведения бизнеса на лидирующие позиции.

На основе того же структурного подхода можно оценить и другие сценарии, реализация которых в сложившихся условиях представляется более реалистичной. Исходя из предпосылок о сохранении в текущем году основных институциональных характеристик в функционировании российской экономики и о сохранении бескризисного развития, можно предположить, что доля роста внутренних цен в покрытии прироста спроса будет прежней, то есть составит не менее 50%. В этих условиях возможны два следующих варианта развития событий.

Второй вариант (специалисты Центра называют его «низкая инфляция») предполагает сохранение приоритета снижения инфляции и обеспечивает прирост потребительских цен в среднегодовом исчислении на уровне не выше 4,5–5,0% (как в «идеальном» варианте). В этом случае прирост ВВП в 2012 году составит не более 1,0–1,5%.

Третий вариант («высокий рост») подразумевает в качестве конечной цели достижение реального прироста ВВП на уровне 3,4–3,6% (сопоставимом с уровнем «идеального» варианта). В этом случае среднегодовой прирост потребительских цен должен составить 9–10%, что, с учетом базы, предполагает резкое ускорение инфляции во второй половине 2012 года.

Представленные сценарии отражают границы изменения в 2012 году параметров роста реального ВВП и ускорения потребительской инфляции с учетом сложившихся институциональных условий. В предположении инерционности возможных институциональных изменений выбор направлений текущей экономической политики сводится к выбору между рецессией и стимулированием роста. Ключевая проблема ускорения экономического роста заключается в эффективности использования внутреннего спроса для стимулирования внутреннего производства. При принятии действенных мер по улучшению институциональных характеристик сегодня результаты могут быть получены уже в ближайшие годы. Но сегодня снижение инфляции не стимулировало ни роста сбережений, ни усиления инвестиционной активности. И в текущем году российская экономика будет поставлена перед выбором между инфляцией и экономическим ростом.

Фактор риска, но не роста

Принимая во внимание сохранение действовавших в 2011 году тенденций (ускорение кредитования нефинансового сектора одновременно с замедлением роста депозитов предприятий и населения), к концу весны 2012 года можно ожидать ухудшения ситуации с ликвидностью.

По итогам первых месяцев 2012 года темпы роста кредитования нефинансового сектора возрастали, а банковских сбережений — снижались. В результате уровень покрытия кредитов депозитами повысился, достигнув уровня 100%. Отметим, что подобная ситуация может быть легко дестабилизирована из-за оттока капитала за рубеж. Как следствие, повышается роль ресурсов денежных властей, причем их объем должен постоянно увеличиваться. С учетом значительной сегментации российской банковской системы, в том числе и по возможности (в силу различных факторов) доступа к рефинансированию, вполне правомерно ожидать обострения кризиса ликвидности в мае 2012 года.

Банковское кредитование не только не сможет выступить в качестве фактора экономического роста, но даже возможность удовлетворения адекватного спроса на кредит со стороны нефинансового сектора вызывает большие сомнения. Один из ключевых выводов из развития банковской системы в 2011 году состоит в том, что из кризиса образца 2008–2009 годов не было сделано должных выводов, и при появлении первых признаков стабилизации вновь обострились структурные проблемы. Необходимость «перезагрузки» банковского сектора для его устойчивого развития очевидна, поскольку сегодня данный сектор является не столько фактором роста, сколько фактором риска. Обеспечение сбалансированного развития банковской системы при непосредственном выходе из экономического кризиса представлялось бы более рациональной стратегией. ◻

Виктор Коновалов
заместитель директора «Интерфакс-ЦЭА»

Греция и остальные

Российский рынок акций после довольно удачного января во втором месяце 2012 года оказался в группе лидеров повышения среди emerging markets

Рост российского индекса S&P/IFCI по итогам февраля составил 9,5% (4-й результат из 21 фондового индикатора emerging markets). При этом по темпам роста отечественный рынок оказался лучше всех стран БРИК, среди которых рост фондового рынка Китая составил 7%, Бразилии — 5,8%, Индии — 5,3%.

Тенденция к росту на российском рынке акций сформировалась с первых же торговых дней месяца.

Рынок акций РФ

Тенденция к росту на российском рынке акций сформировалась с первых же торговых дней месяца, при этом индекс РТС в первый день февраля протестировал рубеж 1600 пунктов, когда европейские фондовые площадки поднялись после успешного размещения гособлигаций Португалии. Португалия 1 февраля разместила векселя двух выпусков на общую сумму 1,5 млрд евро, при этом доходность бумаг снизилась по сравнению с предыдущим аукционом 19 января (также сократилась доходность облигаций Португалии на вторичном рынке).

В США подъем рынка поддержали сильные статданные о промышленной активности в стране в январе (индекс ISM Manufacturing вырос до 54,1 пункта — максимума за 7 месяцев), что наложилось на позитивные данные о производственной активности в других регионах мира.

Под занавес первой недели месяца рынок акций РФ уверенно превысил 1600 пунктов по индексу РТС после выхода в США сильных данных с рынка труда за январь. Число рабочих мест в США в первом месяце года выросло на 243 тыс., тогда как ожидалось повышение всего на 140 тыс., а безработица упала с 8,5 до 8,3% при прогнозах неизменности показателя.

Вместе с тем в конце первой декады февраля на рынке наметилась легкая отрицательная коррекция из-за того, что греческие политические партии не смогли с первого раза согласовать единый подход к реформам, необходимым для получения второго пакета финансовой помощи от ЕС, ЕЦБ и МВФ. Кроме того, инвесторов разочаровали данные по промпроизводству в Германии за декабрь, которое упало на максимальные за три года 2,9%, тогда как аналитики не ожидали изменений (годовые темпы роста составили 0,9% вместо ожидавшихся 4,3%).

В этой статье:

Движение мировых рынков акций.

Динамика российского рынка акций.

Факторы движения евробондов РФ.

ЕЦБ и Банк Англии на очередных своих заседаниях сохранили неизменными базовые процентные ставки, причем Банк Англии увеличил объем программы выкупа активов на 50 млрд фунтов стерлингов (с 275 до 325 млрд фунтов стерлингов — около 513 млрд долларов).

В дальнейшем снижение шло уже на том, что Евросоюз отложил голосование по второму пакету финпомощи Греции до 15 февраля, чтобы дать возможность парламенту страны принять обещанные кредиторам меры экономии.

В середине месяца отечественные индексы возобновили обновление годовых вершин, хотя позитивная динамика давалась нелегко, и основное движение вверх происходило «гэпами» вверх при открытии торгов. В частности, мировые рынки позитивно восприняли одобрение в Греции мер бюджетной экономии, необходимых для получения второго транша международной помощи. Греция и «тройка» (Еврокомиссия, ЕЦБ, МВФ) согласовали сокращение затрат бюджета страны на 1,5% ВВП (3,3 млрд евро), минимальной зарплаты — на 22%, ликвидацию к 2015 году 150 тыс. рабочих мест в госсекторе, сокращение пенсий. Правительство намерено привлечь в рамках согласованной с кредиторами программы минимум 50 млрд евро за счет приватизации. Программа рекапитализации банков предусматривает повышение уровня достаточности капитала первого уровня до 9%, для этого они смогут обратиться за поддержкой к государству.

«Бычий» настрой российского рынка акций, подогретый новостями из Японии, статданными из Германии и ожиданиями положительного решения Евросоюза о выделении второго пакета финансовой помощи Греции, ослабила слабая статистика по розничным продажам в США. Решение об увеличении объема программы покупки активов было принято Банком Японии после того, как вышли данные о большем, чем ожидалось, снижении ВВП страны в четвертом квартале. Поддержку Европе оказали данные из Германии — индекс делового доверия ZEW вырос в феврале с минус 21,6 до плюс 5,4 пункта (максимум с апреля 2011 года), тогда как ожидался подъем до минус 11,8 пункта. ВВП еврозоны снизился в четвертом квартале всего на 0,3% при прогнозах снижения на 0,4% (в годовом выражении ВВП вырос на 0,7%, что совпало с ожиданиями).

Между тем в США вышли данные о розничных продажах за январь, разочаровавшие инвесторов (продажи выросли на 0,4% при прогнозах роста на 0,8%), что вызвало фиксацию прибыли игроками. Кроме того, на рынок давили новости о масштабных рейтинговых действиях в Европе. В частности, агентство Moody's понизило рейтинг шести европейских стран и предупредило о возможности снижения рейтинга Франции, Великобритании и Австрии. Агентства Standard & Poor's и Fitch пересмотрели рейтинги испанских банков в сторону ухудшения.

В конце месяца рынок акций РФ продолжил ралли, индексы ММВБ и РТС обновили годовые максимумы, причем последний превышал отметку 1740 пунктов на фоне укрепления рубля (индекс ММВБ при этом достигал уровня в 1600 пунктов). Поддержку «быкам» оказала позитивная динамика мировых фондовых площадок после выделения Еврогруппой финансовой помощи Греции, а также подорожавшая на «иранском факторе» нефть (Иран объявил о частичном прекращении экспорта нефти в Европу).

Согласно достигнутым договоренностям, частные кредиторы Греции спишут 53,5% задолженности по «старым» греческим облигациям при обмене их на новые госбумаги. Эти списания позволят сократить общую сумму греческого долга на 107 млрд евро, что эквивалентно примерно половине ВВП страны за 2011 год.

В свою очередь Народный банк Китая (ЦБ страны) объявил о снижении резервных требований к банковскому капиталу на 0,5 процентного пункта начиная с 24 февраля. На новостях из Китая продолжилось ралли в нефтяном секторе, где котировки «черного золота» достигли максимумов за 9 месяцев.

Легкую отрицательную коррекцию вызвали новости о понижении агентством Fitch рейтинга Греции сразу на две ступени — до уровня «C» с «CCC», а также опасения, что второй пакет помощи Греции не предотвратит углубление долгового кризиса в этой стране и еврозоне в целом. Негативным сигна-

лом для Европы стал также опубликованный сводный индекс менеджеров закупок 17 стран еврозоны, который неожиданно снизился в феврале до 49,7 пункта, тогда как аналитики ожидали повышения показателя до 50,5 пункта по сравнению с 50,4 пункта в январе.

Но коррекция была недолгой, и уже спустя два дня рост возобновился — «бычий» настрой был подогрет статистикой из Южной Кореи, где потребительское доверие увеличилось до максимума за три месяца, и данными о ВВП Германии и Великобритании за четвертый квартал, совпавшими с ожиданиями. В свою очередь индекс доверия потребителей к экономике США в феврале увеличился до максимальных за последние 12 месяцев 70,8 пункта (аналитики ожидали роста до 63 пунктов).

Япония увеличила в январе промышленное производство на 2% по сравнению с предыдущим месяцем, что было выше прогноза на уровне 1,5%. В Южной Корее промпроизводство увеличилось в январе на 3,3% по сравнению с декабрем, тогда как эксперты прогнозировали его снижение на 0,5%.

В последний день месяца цены отечественных акций продемонстрировали очередной скачок вверх, особенно после обнародования результатов аукциона ЕЦБ по предоставлению ликвидности европейским банкам, которые 29 февраля привлекли рекордные 529,5 млрд евро трехлетних кредитов ЕЦБ. Предполагалось, что банки еврозоны займут у ЕЦБ 470 млрд евро на три года под 1% годовых. В рамках первого подобного аукциона, прошедшего в декабре прошлого года, ЕЦБ выделил 523 банкам еврозоны 489 млрд евро. Выросло и число банков, воспользовавшихся этой программой, — в феврале трехлетние кредиты ЕЦБ привлекли уже 800 финансовых учреждений.

Кроме того, вышедшие 29 февраля уточненные данные о ВВП США за четвертый квартал оказались лучше ожиданий (оценка роста была повышена до 3% с ранее объявленных 2,8%), что также оказало поддержку мировым фондовым и сырьевым площадкам.

В результате индекс РТС по итогам прошедшего месяца вырос на 9,93% — до 1734,99 пункта, а индекс ММВБ продемонстрировал в феврале рост на 5,52%, поднявшись до 1597,67 пункта.

Приток капитала в фонды, инвестирующие в акции отечественных компаний и банков, в феврале усилился. Согласно данным Emerging Portfolio Fund Research (EPFR), за первые два месяца 2012 года общий объем притока в российские фонды составил 751 млн долларов, из которых порядка 240 млн поступило в январе и 511 млн в феврале. По мнению аналитиков инвестиционной компании «Уралсиб Кэпитал», «в настоящее время у инвесторов нет желания избавляться от российских активов, которые сохраняют свою привлекательность». «Мы считаем, что политические риски в настоящий момент преувеличены, а текущие низкие оценки российских компаний на фоне продолжающегося экономического роста как в России, так и за рубежом, скорее всего, попрежнему будут выступать в качестве катализатора притока средств в Россию и развивающиеся рынки в целом. И хотя мы не ожидаем снижения волатильности на рынке, на данный момент вероятность падения российских бумаг представляется нам невысокой», — говорится в аналитическом обзоре «Уралсиб Кэпитал».

Евробонды РФ и суверенные спреды

Рынок российских еврооблигаций в феврале вел себя более сдержанно по сравнению с рынком акций, и хотя по итогам месяца все выпуски отечественных евробондов продемонстрировали рост, данное повышение было относительно скромным и пришлось в основном на последние дни февраля. Сдерживающим фактором для данного сегмента рынка выступали ожидания размещения нового выпуска евробондов РФ. Кроме того, сползание котировок суверенных бондов России отчасти было спровоцировано заметным снижением цен корпоративных еврооблигаций из-за возникших рисков налогообложения. Возможный объем доначисления налогов по процентным платежам по еврооблигациям российских эмитентов за годы, предшествующие 2012 году, может составить, по оценкам специалистов, порядка 600 млн долларов.

Цены самого ликвидного тридцатилетнего суверенного выпуска выросли по итогам месяца всего на 0,5% (до 119,23% от номинала), а их спред к десятилетним US Treasuries сузился за месяц на 29 базисных пунктов и 29 февраля составил 209 базисных пунктов. Доходность выпуска «Россия-30» снизилась по итогам февраля на 12 базисных пунктов и составила 4,06% годовых, в то время как доходность десятилетних казначейских облигаций США выросла за месяц на 17 пунктов, составив в последний день месяца 1,97% годовых.

Активный рост котировок отечественных валютных гособлигаций, наблюдавшийся в январе, в начале февраля приостановился, и динамика приобрела консолидационный характер, чему способствовали разнонаправленные сигналы с мировых рынков. В частности, улучшение взаимопонимания европейских политиков по вопросу бюджетной интеграции было компенсировано слабыми данными по экономике США, но последовавшая после этого публикация китайского PMI вновь способствовала росту спроса на рисковые классы активов.

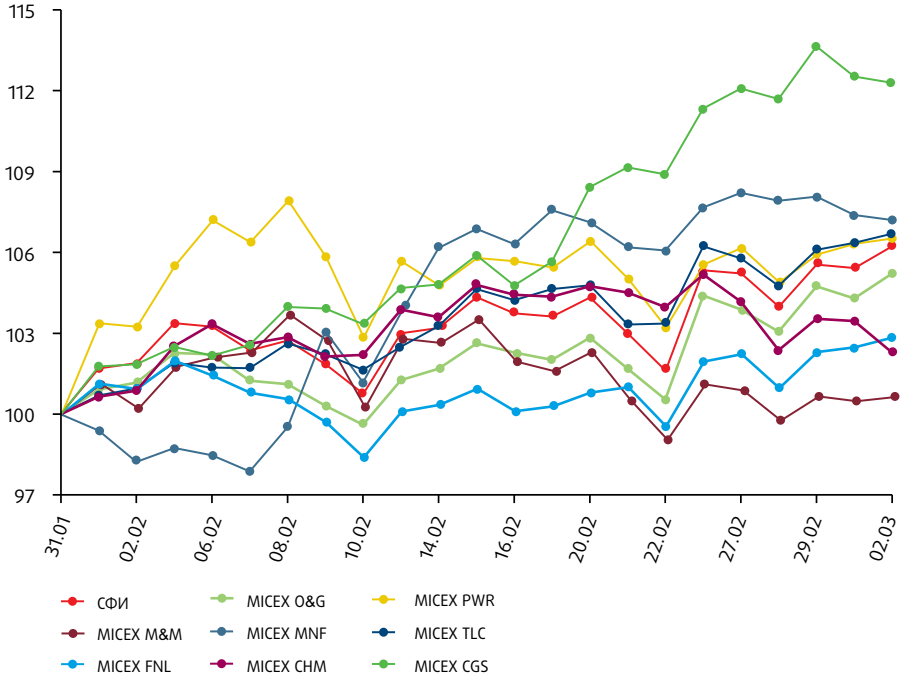
Активизацию покупателей валютных госбумаг РФ вызвали также итоги заседания ЕЦБ. Председатель Европейского центробанка Марио Драги в ходе пресс-конференции по итогам заседания, на котором было принято решение сохранить базовую процентную ставку на уровне 1% годовых, заявил, что ЕЦБ видит сохранение предварительных сигналов стабилизации экономики еврозоны. Глава ЦБ еврозоны отметил сохранение понижательных рисков для экономики региона, однако в феврале, в отличие от предыдущих месяцев, эти риски уже не были названы существенными. «Экономический прогноз для еврозоны остается в высокой степени неопределенным, и понижательные риски сохраняются», — сказал он. По его словам, «положительное влияние предоставления ЕЦБ ликвидности банкам еврозоны еще не проявилось в полной мере».

Но не все на рынке было так гладко — отрицательную коррекцию, в частности, вызвали растущие опасения относительно приближения дефолта в Греции, а также публикация протокола последнего заседания Комитета по открытым рынкам Федеральной резервной системы (ФРС) США, согласно которому у его членов не было единства в вопросе о дополнительном выкупе активов. Рынок стал сомневаться в том, что Греции удастся разрешить в ближайшее время долговые проблемы, после того, как министры финансов стран еврозоны по итогам телефонной конференции приняли решение отложить голосование по второму пакету финансовой помощи Греции до 20 февраля.

По факту принятия решения о выделении Греции второго транша финансовой помощи на мировых рынках прошла фиксация прибыли, что вызвало локальную просадку и в секторе российских евробондов. По словам премьер-министра Люксембурга Жана-Клода Юнкера, кредиторы спишут 53,5% задолженно-

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

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



Источник: ММВБ.

сти по «старым» греческим облигациям при обмене их на новые госбумаги. При этом ставка купона по новым греческим бондам до 2014 года будет составлять 2% годовых, в 2015-2020 годах она будет повышена до 3%, а в дальнейшем до 4,3% годовых. Новая программа помощи Греции объемом 130 млрд евро позволит Афинам сократить уровень госдолга страны до 120,5% ВВП к 2020 году.

В конце месяца цены отечественных евробондов продемонстрировали очередной скачок вверх, особенно после обнародования результатов аукциона ЕЦБ по предоставлению ликвидности европейским банкам. □

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.

0
32
15
19
4
21
2
25
17
34
6
27
13
36
11
30
8
23
10
5
24
16
33
1
20
14
31
9
22
18
29
7
28
12
35
3
26

Владимир Твардовский
председатель правления ITinvest

Биржа? Казино?

То, что клиенты форекс-брокеров расстаются со своими деньгами со скоростью 60-80% в квартал, является математическим фактом

С плечом более 20 на рынке Форекс практически невозможно заработать, даже правильно предугадав направление движения валютного курса в средне- и долгосрочной перспективе. Это статистический факт, следующий из простого математического моделирования движения курса.

27 марта 2012 года в старинном здании по адресу Ильинка, дом 9 (там располагается Торгово-промышленная палата РФ) состоялась встреча заместителя министра финансов Алексея Саватюгина с представителями форекс-брокеров. На мероприятии предполагалось обсудить регулирование так называемого рынка Форекс (электронный рынок торговли валютой). На встрече, помимо чиновников от Минфина и форекс-брокеров, присутствовали представители биржи ММВБ-РТС, банков, саморегулируемых организаций — НАУФОР и ЦИРФИН, а также профессиональных участников рынка ценных бумаг: управляющих компаний и брокеров. Инициаторами встречи и заказчиками регулирования явились сами форекс-брокеры. Дело в том, что саморегулируемая организация форекс-брокеров ЦИРФИН (НП «Центр регулирования внебиржевых финансовых инструментов и технологий»), созданная в 2011 году, разработала концепцию регулирования рынка forex в России и представила ее Минфину для обсуждения.

Что же заставило форекс-брокеров пойти на поклон к государству за регулированием и лицензированием?

На мой взгляд, причин тому три:

- Деятельность, которую в нашей стране ведут офшорные форекс-брокеры в лице своих компаний-представителей, во многих аспектах является, мягко говоря, не очень законной и легальной. Государство рано или поздно должно было обратить на эту деятельность внимание. И форекс-брокеры решили, что лучше самим поучаствовать в легализации, чем ждать, пока к тебе придут и спросят: «а вы, граждане, собственно, чем тут занимаетесь? На какие средства размещаете рекламу и содержите офис, откуда у вас доходы и где ваши налоговые декларации?»

- Второй причиной необходимости легализации является потребность в выдавливании (руками государства) с этого рынка мелких компаний — конкурентов тех брокеров, которые объединились в ЦИРФИН. То есть расчистка поля.
- И, наконец, третья по порядку, но не последняя по важности причина состоит в том, что за последние 15 лет развития беспризорного уличного рынка электронной торговли валютой форекс-брокеры, благодаря высокой рентабельности своего бизнеса, заработали достаточно денег. Но не смогли за эти деньги обеспечить себе вход в приличное общество биржевиков, банкиров, управляющих компаний и брокеров.

На встрече были выслушаны предложения по легализации этого вида бизнеса, сформулированные руководством ЦИРФИН. Суть предлагаемого можно свести к двум посылам:

- Форекс — это особый рынок, на котором сделки заключаются неизвестно где, неизвестно с кем, кроме того, не известно, что точно является предметом сделки. Потому рынок Форекс не может быть зарегулирован в рамках валютного законодательства либо в рамках законодательства о рынке ценных бумаг, производных финансовых инструментов (ПФИ), а также других действующих уже законов и подзаконных актов.
- Регулирование этого рынка должно производиться самими участниками в лице саморегулируемой организации ЦИРФИН, а надзор может быть отдан ФСФР.

С моей точки зрения, такой подход к регулированию рынка Форекс противоречит как Гражданскому кодексу, так и базовым положениям действующего законодательства о рынке ценных бумаг. В этом смысле принятие предлагаемой форекс-брокерами концепции внесет деформации в отечественную законодательную базу и предоставит форекс-брокерам явные приоритеты и бенефиции — за счет профессиональных участников рынка ценных бумаг и банков с валютной лицензией. В итоге вреда от такого регулирования для потребителей и инвесторов, для финансового рынка и для страны в целом будет гораздо больше, чем пользы от легализации уличного форекса. Попробуем разобраться с этим вопросом.

Все мы видели объявления: «игра на курсах валют», «заработок на бирже FOREX» и так далее. Что стоит за этими объявлениями, размещаемыми в московской подземке, в Интернете, в бумажных изданиях и даже в солидных журналах? За ними стоит лукавство и желание быстро обогатиться за счет человеческой жадности и неосведомленности. Ниже рассмотрены некоторые аспекты того, что из себя представляет Форекс.

Природа рынка FOREX

FOREX — это сокращение от словосочетания Foreign Exchange (валютный обмен). Этим же словом Exchange в английском языке называют биржу или любую другую торговую площадку, где происходит обмен одних активов на другие, — например торговля акциями или срочными контрактами: фьючерсами и опционами. Отсюда происходит первое заблуждение относительно природы FOREX'а. Форексные конторы упорно называют игру на валютных курсах либо торговлей на бирже, либо инвестициями.

Реально львиная доля рынка обмена одних валют на другие происходит на ВНЕБИРЖЕВОМ рынке между крупными международными банками. Это относительно «закрытый клуб», попасть туда очень сложно. Торговля идет на очень большие суммы. Минимальным лотом является сумма в 1 миллион долларов или евро, стандартным — 5 или 10 миллионов долларов. Торговля валютами обеспечивает в первую очередь экспортно-импортные операции клиентов банков, а во вторую, но не в последнюю, — интересы собственных торгово-инвестиционных отделов международных банков, ведущих свою инвестиционную деятельность по всему миру.

Понятно, что для того чтобы стать клиентом международного банка и начать покупать-продавать валюту с целью извлечь «доход» из движения курсов валют, нужно положить на счет не один миллион долларов. Торговля при этом будет вестись, скорее всего, без плеча и по котировкам самого банка, а не свободного рынка. А котировки банка будут отличаться от желаемых в худшую для клиента сторону.

Ну, это естественно: банк ведь тоже должен заработать! Его трейдеры не будут трудиться «за бесплатно». Отсюда следует второе и главное заблуждение людей, вовлекаемых на Форекс. Они думают, что их сделки действительно выводятся на рынок через хитрую систему «межброкерских отношений». Реально, это, разумеется, не так. Большинство сделок на реальном межбанковском рынке заключается через ограниченное число частных информационно-дилинговых сетей[1], куда просто заказан вход с улицы. Многие сети не имеет шлюзов, которые позволили бы подключать к ним внешние дилинговые системы с целью маршрутизировать клиентские ордера на рынок. А «вбивать» в такую систему каждый клиентский ордер — дорого и потому нецелесообразно. Каждая сделка, которая делается валютными дилерами банков через такие системы, затем обрабатывается бэк-офисом банка, и на третий банковский день по ней осуществляется расчет по поставке или принятию проторгованной валюты. Наивно верить, что ордера клиентов отечественных форекс-брокеров на 3–5–10 тысяч долларов (а даже и на 100 тысяч!) отправляются на реальный

рынок. Никто не будет на такой мелкой сумме ни делать, ни подтверждать, ни обрабатывать сделку, ни производить по ней расчеты. Это просто нерентабельно.

Таким образом, можно констатировать, и форекс-брокеры это хорошо знают, что никакие сделки, которые они заключают с клиентами, не выводятся ни на биржу, ни на межбанковский внебиржевой рынок. А где же тогда эти сделки исполняются? И кто является противоположной стороной по таким сделкам?

Где исполняются сделки?

Потенциальным клиентам, которые копают чуть глубже и задают вопросы относительно реального исполнения своих ордеров, менеджеры форекс-кухонь беззастенчиво врут, что «система риск-менеджмента, установленная «фирме» (зарегистрированной на BVI или Каймановых островах), очень хорошо считает риски и отправляет на реальный внебиржевой рынок не все клиентские ордера, а только их агрегированную составляющую, превышающую определенный размер. А остальные ордера фирма сводит с противоположными ордерами, полученными от других клиентов. То есть если у вас будет ордер на 10 тысяч долларов, то он будет исполнен вам внутри самого форекс-брокера, если на 100 тысяч долларов, то он будет исполнен ее контрагентом, крупным международным банком, который возьмет этот ордер на свою позицию. А вот если у вас будет ордер на 1 миллион долларов, то он непременно будет отправлен «на биржу» и исполнен только там». Такие песни беззастенчиво поют практически все известные российские форекс-брокеры. Надо ли говорить, что это очередной обман трудящихся. Ни один форекс-брокер практически никогда не выводит «сделки» своих клиентов на открытый рынок! Будь то или мифическая биржа, или партнер-контрагент — крупный международный банк, или внебиржевой рынок. Потому как форекс-брокер знает: условия игры таковы, что клиент рано или поздно проиграет. Следовательно, выводить сделки на рынок нет никакой надобности.

А кто же становится в этом случае второй стороной по сделкам? Где искать контрагента? Далеко ходить не надо — сам форекс-брокер и есть вторая сторона сделки.

Таким образом, заключив договор с форекс-брокером, принеся ему деньги, клиент будет совершать сделки с самим форекс-брокером. В этом случае любой проигрыш клиента — это выигрыш форекс-брокера, а любой выигрыш клиента — это проигрыш форекс-брокера. Как вы думаете, заинтересован ли форекс-брокер в выигрыше клиента? Ответ — очевиден: нет.

Следующее заблуждение, которое упорно пытаются укоренить в головах простых людей наши форекс-брокеры, состоит в том, что на движениях котировок валют можно очень хорошо заработать. Если только правильно угадать направление движения курса. Посмотрим, так ли это?

Сколько можно заработать на форексе?

Стандартный пример, приводимый сотрудниками форекс-брокера, состоит в следующем. Рассмотрим график, изображенный на рисунке 1, где изображено движение курса евро-доллар.

Если бы клиент продал 25 октября 2011 года 1 млн евро по цене 1,390 EUR/USD, а 22 декабря этого же года откупил этот миллион по цене 1,310 EUR/USD, как это показано на рисунке, то полученная им прибыль составила бы 80 тысяч долларов. Хорошие деньги, не правда ли? Эти 80 тысяч долларов были бы получены на вложенные в сделку 1 390 000 долларов, что за два неполных месяца дало бы доходность в размере 36% годовых. Неплохо?

Да, неплохо. Печаль в том, что у среднего российского инвестора нет таких денег. «Не беда, — отвечает ему форекс-брокер: я дам свое плечо! Вам не нужно иметь миллион на счете. Достаточно всего 10 000 долларов. Тогда с плечом 100 вы сможете покупать и продавать лоты в размере до 1 млн долларов. А с плечом 150 — до полутора миллионов». Так говорит форекс-брокер. Это означает, что при наличии плеча 100 клиент должны считать доход не на вложенные 1 390 000 долларов, а на сумму в 100 раз меньше! Это, естественно, увеличивает доходность в 100 раз и дает невообразимые 3600% годовых! Это фантастика — скажет вам любой человек, работающий на финансовом рынке. И будет прав.

Что означает плечо на самом деле?

Посмотрим, что означает плечо на деле. Средняя ежедневная флуктуация цен на валютную пару евро-доллар составляет по результатам торгов последнего года[2] 0,28%. Это означает, что ваша инвестиция в 1 390 000 долларов ежедневно испытывает средние колебания стоимости в размере около 4 тысяч долларов то в плюс, то в минус. Это же означает, что достаточно приблизительно двух с половиной дней среднего неблагоприятного движения для вас в одну сторону, чтобы от счета в 10 тысяч долларов не осталось ровно ничего. Позиция будет закрыта, невзирая на то, что в будущем вы, возможно, могли бы получить прибыль. Таковы правила.

В рассмотренном случае, когда клиент имеет счет в 10 000 долларов и плечо 100, курсу валюты достаточно измениться всего на 0,01[3] (1% = 1/плечо), то есть с 1390 до 1400, чтобы ваша позиция была принудительно ликвидирована форекс-брокером и вы остались без денег. При плече 50 ситуация

Рисунок 1. **Движение курса евро-доллар**

несколько лучше. Цены должны измениться в неблагоприятную сторону уже не на 1%, а на 2%=1/50, что составляет 200 пипсов или две фигуры, выражаясь терминологией валютных спекулянтов. Однако даже в этом случае ваша позиция была бы закрыта спустя всего лишь два дня. Движение цен на фигуру или на две — это не такое уж и редкое событие на рынке Форекс.

То, что на рынке Форекс с плечом более 20 практически невозможно заработать, даже правильно предугадав направление движения валютного курса в средне- и долгосрочной перспективе, к сожалению, есть статистический факт, следующий из простого математического моделирования движения курса. При этом абсолютно не важно: предполагаете ли вы это движение курсов на микроуровне фрактальным или чисто броуновским. Печальность этого факта вытекает из случайности процесса ценообразования, с одной стороны, и ограниченности ресурсов клиента при работе с плечом — с другой. В какую бы сторону вы ни открыли позицию при торговле с плечом — рано или поздно вы проиграете все свои деньги. И никакой риск-менеджмент, никакой мани-менеджмент от этой катастрофы не спасает. Вопрос может быть поставлен лишь так: с какой вероятностью и за какое время происходит полная потеря всех средств. Чем больше плечо — тем больше вероятность проигрыша и тем меньше время, нужное для реализации этого неблагоприятного события.

Кто не верит — может взять 300 долларов и пойти поиграть с казино в «красное — черное». Это полный аналог торговли с плечом два на валюте. Если вы не остановитесь, то рано или поздно возникнет последовательность событий, в результате которой вы проиграете все принесенные с собой средства, а также все заработанные перед этим, независимо

от того, какую стратегию игры вы используете.

Согласно материалам, размещенным на сайте «РБК-Дейли» (http://www.rbcdaily.ru/2012/03/20/finance/562949983297121) и ссылающимся на исследования компании Philadelphia Financial, клиенты форекс-брокеров расстаются со своими деньгами со скоростью 60-80% в квартал (таблица).

Это означает, что порядка 70% средств, принесенных клиентами, в течение трех месяцев перекочевывают в карманы владельцев форекс-брокеров. Эта рентабельность ничем не хуже рентабельности казино, где вероятность выигрыша клиентами даже выше, что и демонстрирует нижеприведенный рисунок, также позаимствованный нами с «РБК-Дейли» (рисунок 2).

Таким образом, сделки, совершаемые с плечом через форекс-брокеров, сродни игре в казино. Вспомним также, что форекс-брокер (так же, как и казино) играет против своих клиентов и заинтересован в их скорейшем проигрыше. Отсюда следует вывод, что торговлю на рынке Форекс следует скорее классифицировать как азартные игры и запретить на всей территории России, за исключением специальных игровых анклавов.

В самом деле:

- это не брокерская деятельность (брокер заинтересован лишь в комиссии, и по действующему законодательству о рынке ценных бумаг брокеру запрещено осуществлять сделки со своими клиентами);
- это не торговля валютой, поскольку валюта не поставляется;
- это не совершение сделок с контрагентом в простой письменной форме, как того требует ГК.

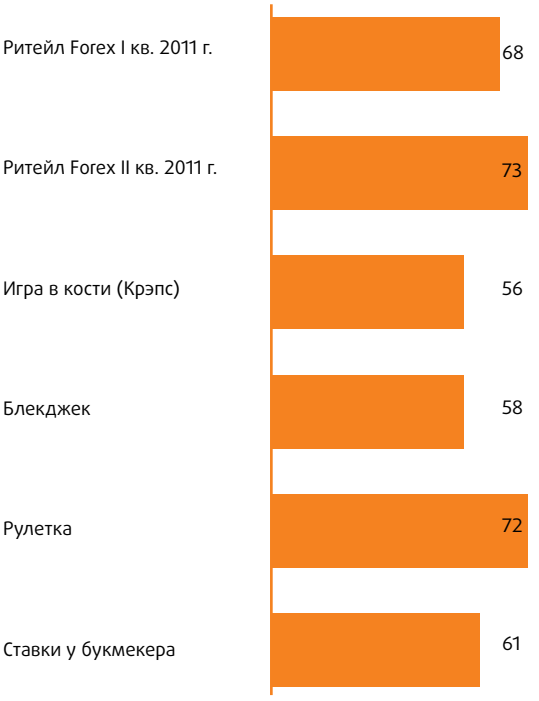
А тогда что же это, как не алеаторные сделки? То есть сделки, основанные на риске и подлежащие классификации как сделки пари.

Таблица. Доля клиентов американских Forex-компаний, потерявших свои деньги, %

Ритейл Forex-компании	I кв. 2011 г.	II кв. 2011 г.
Oanda	62	69
GFT	60	70
Alpari	70	73
PFG	71	73
Gain Capital	71	74
Interbank FX	70	74
FX Solutions	74	75
FXDD	70	75
MB Traiding	74	75
FXCM	73	78
FX Club	77	79
Advanced Markets	84	82
Среднее по рынку	**68**	**73**

Источник: www.rbcdaily.ru

Рисунок 2. **Вероятность потерять деньги при различных вложениях*, %**



Проводилось 124 попытки

Соответственно, вся деятельность по осуществлению таких сделок подлежит регулированию как букмекерская или игровая.

Некоторые государства так и рассматривают регулирование рынка Форекс: в совокупности с регулированием казино. Юридически игра на рынке Форекс, равно как и любые азартные игры, запрещена в Китае и Грузии, Сингапуре и Казахстане, в Израиле. Во многих мусульманских странах казино либо под полным запретом, либо открыты лишь для нерезидентов. Во многих европейских странах и США казино если не под запретом, то вынесены в курортные зоны или игорные резервации.

Так может и нам стоит легализовать форекс-брокеров как букмекерские конторы или игровые заведения со всеми вытекающими последствиями?

Они хотят платить налог на свою деятельность? Пусть платят по ставкам игорного бизнеса, исходя из природы предлагаемых ими услуг и рентабельности. Бюджету это даст доход по налогам, а обществу — понятную систему координат и точное позиционирование той деятельности, которой занимаются гемблеры, пытающиеся заработать на движениях курсов валют.

А нужен ли вообще Форекс?

Вообще говоря, конечно нужен, каким бы казино он ни казался. Но только нужен реальный Форекс, где происходит реальный обмен одних валют на другие. Зачем? Для совершения экспортно-импортных операций, для инвестиционной и торговой деятельности в глобальном масштабе типа carry trade и др., для хеджирования рисков, для совершения инвестиций в валюты. Однако с этими операциями отлично справляются банки, оказывающие услуги своим клиентам по совершению конверсионных операций. Совершают они их как на межбан-

ковском внебиржевом рынке, так и на валютных биржах. Более того, либерализация валютного законодательства в России позволила с 01 января 2012 года участвовать в валютных торгах не только уполномоченным банкам с валютной лицензией, но и другим участникам.

Двигаясь в этом направлении, ведущая биржа страны ОАО «ММВБ-РТС» открыла 13 февраля двухуровневый доступ для физических лиц на свой валютный рынок. При этом:

- действительно заключаются сделки по покупке или продаже иностранной валюты либо за рубли, либо за доллары США;
- известно место совершения сделок – биржа;
- известен контрагент по каждой совершенной сделке — это центральный контрагент, то есть сама биржа, которая встает между покупателем и продавцом и обеим сторонам гарантирует исполнение заключенной сделки;
- известны права и обязанности каждой из сторон по сделке;
- известны юридические последствия по каждой сделке;
- существует ясный порядок совершения и исполнения этих сделок;
- а также действуют вполне определенные правила учета таких сделок биржевыми посредниками и расчетов по ним.

Казалось бы, многие вопросы регулирования этого рынка и надзора за теми участниками, которые желают вести реальный бизнес и делать реальные (а не притворные или алеаторные) сделки, решены.

Так может, стоит двигаться в этом направлении? Тем форекс-кухням, которые действительно хотят легализоваться, следует лицензироваться в качестве брокеров и цивилизованно вести бизнес, соблюдая действующее законодательство. Прочих же все-таки, видимо, уже пришла пора спросить: «а вы, граждане, собственно, чем тут занимаетесь?» ◻

Примечания

1 Например, таких известных компаний, как Thomson-Reuters или Bloomberg.

2 С 01 апреля 2011 года по 29 марта 2012 года.

3 0.01=100 пипсов = 1 фигура.

Двойной мотор увеличивает мощность

Объединенная биржа ММВБ-РТС провела свое наиболее многолюдное и публичное мероприятие года — Финансовый форум-2012

Местом проведения Форума был выбран отель «Ритц Карлтон». Хозяева провели мероприятие в формате, максимально приближенном к производственному: сначала короткая «пленарка», а затем (с 12 часов и до упора) рабочие сессии общим числом десять.

Тематика сессий с очевидностью исчерпывала текущую повестку работ на фондовом рынке. Она была такова: бизнес для институциональных инвесторов; рынок облигаций (в основном речь здесь шла о госдолге); розничный брокерский бизнес; рынок акционерного капитала; венчурный бизнес; биржевой товарный рынок; продукты и сервисы для казначейства; практика внедрения закона о центральном депозитарии; новые биржевые технологии; рынок госзакупок.

Переход к формату Т+3

Президент ММВБ-РТС Рубен Аганбегян, открывший работу Форума, высказался именно в том смысле, что мероприятие планировалось как абсолютно прикладное, практическое и направленное на получение рабочих результатов.

Руководитель ФСФР Дмитрий Панкин, выступивший вторым, отметил, что развитие финансового рынка невозможно без мощных рывков, и готовить подобные рывки следует изнутри. Если участники смогут сделать инфраструктуру российского рынка ценных бумаг удобной, в том числе для иностранных участников, то конкуренция с Лондоном сможет принять другие формы.

Затем слово взял старший управляющий директор ММВБ-РТС Роман Горюнов. Его презентация была посвящена главному проекту биржи на сегодняшний день, организации торгов в режиме Т+3, который сам докладчик назвал «революцией на фондовом рынке». И с этим трудно сорить.

Сейчас ситуация сложная, заметил г-н Горюнов. С одной стороны, на ММВБ-РТС сконцентрирован максимум различных элементов — сегментов торгов, продуктов, категорий участников. Такого набора нет больше нигде в мире. С другой стороны, в процессе сейчас участвуют две торговые платформы. Так что консенсус «неочевиден».

Цель проекта, продолжил далее г-н Горюнов, — предоставить всем участникам возможность расчетов T+n при возможности ведения единой денежной позиции и при участии центрального контрагента (ЦК).

Время торгов постепенно будет удлиняться. Потребуется модернизация системы членства для участников, поскольку у ЦК появятся риски на участников, а у участников — риски на ЦК. К решению проблемы будут применяться общепринятые подходы (взносы в гарантийный фонд), постепенно будут повышены требования к капиталу клиринговых членов, но это будет происходить постепенно. Относительно размера будущих взносов сейчас идут дискуссии с участниками рынка. Кроме того, вход в систему будет возможен через субброкерские схемы.

Будет произведен ряд новаций, — заявил далее докладчик. Список бумаг, торгуемых с участием ЦК, будет постепенно расширяться, с тем, чтобы включить хотя бы Индекс РТС. Добавятся также бумаги иностранных эмитентов, а возможно, также и облигации, но относительно последних вопрос пока дискутируется. Операции на внебиржевом рынке будут проводиться в том же формате, что сейчас.

Объединенная биржа рассчитывает, рассказал далее г-н Горюнов, что расчетные депозитарии — ДКК и НРД — объединятся, объединенная структура получит затем статус ЦД, и все биржевые расчеты будут вестись через нее. Кстати, наличие режима T+3 не означает, объяснил докладчик, что все клиенты биржи перейдут туда автоматически. Те, кому удобен формат T+0, в нем и останутся.

Этот проект, сказал в заключение г-н Горюнов, нацелен на то, чтобы повысить ликвидность на российском рынке. Биржа готова пройти этот путь вместе с участниками: глаза боятся, а руки делают.

Рубен Аганбегян сразу же задал вопрос представителям регуляторов: насколько ЦБ и ФСФР готовы участвовать в проекте?

Центральный банк, — стал объяснять участникам Форума зампред ЦБ, председатель совета директоров объединенной биржи Сергей Швецов, — имеет с биржей совместную дорожную карту. Во-первых, под новый закон о клиринге модифицируются правила банковского бухучета. Второй проект связан с внедрением ЦК. Российское регулирование имеет отличия от требований Базеля-2: в Европе сейчас риски банков на ЦК составляют 0%, а в России — 20%. Но российские требования будут снижаться, а европейские — подниматься. Центральный банк РФ, кроме того, готовит требования к риск-менеджменту ЦК. Центробанк планирует провести мягкую аккредитацию ЦК по процедуре, подготовленной Федеральной службой по финансовым рынкам.

Вся работа в этом направлении, рассказал г-н Швецов, будет наблюдаться «в пять микроскопов» и должна завершиться к ноябрю. ЦК будет подключен к системе рефинансирования Центрального банка. Центробанк собирается также легализовать на российском рынке (на тех же условиях) ЦК иностранной принадлежности, завершил выступление г-н Швецов.

Нам бы свою инфраструктуру сделать быстрее, чтоб участники фондового рынка не смотрели на огни уходящего поезда, — заметил на это г-н Аганбегян, — а уж потом либерализовать допуск западных институтов. В данном случае мы не то лоббировали, — закончил свою мысль президент объединенной биржи под смех зала.

Дмитрий Панкин в ответ на это заметил: «Утром — ЦД, вечером — счета номинального держания для «Евроклира» и «Клирстрима». Самое важное — документы для ЦД, они должны быть готовы до конца лета».

После короткого сета вопросов-ответов в обсуждении был сделан перерыв, а затем началась работа по сессиям.

Рынок акционерного капитала

Рабочая сессия «Рынок акционерного капитала России — перезагрузка. Рынок долговых инструментов: в поисках новых источников роста» получилась тематически двойной. Поэтому модерировали ее разные люди: Екатерина Новокрещеных, управляющий директор по формированию первичного рынка ОАО «ММВБ-РТС», вела первую часть (относящуюся к рынку акций); Борис Гинзбург, руководитель департамента по операциям с долговыми инструментами компании «Уралсиб Кэпитал», отвечал за бонды.

Специалисты, принявшие участие в обсуждении рынка акционерного

капитала, констатировали несколько важных вещей. Что создание центрального депозитария должно снять у иностранных участников ограничения на инвестирование в локальные акции. Что внешние инвесторы идут на тот рынок, где инвесторы внутренние уже присутствуют. Что основные инвесторы на российском рынке — брокеры и банки; а должны присутствовать также фонды — суверенные, пенсионные, страховые, которые дают рынку основные деньги. Но, констатировал гендиректор УК «Спутник — управление капиталом» Александр Лосев, не все плохо и в России. Если пенсионная реформа будет продолжена, то лет за пять отечественные внутренние инвесторы тоже себя проявят. Во-первых, объем пенсионных денег к 2020 году составит около 17 млрд рублей, и это будут длинные деньги. До недавнего времени они длинными не являлись, поскольку управляющие имели серьезные ограничения при инвестировании. В настоящее время биржа анонсировала расширение листингового списка А1; вероятно введение принципа сохранности накоплений не по итогам года, а к моменту фактических пенсионных выплат. Если все произойдет, то рынок станет другим, присутствие долгосрочных инвесторов сгладит его волатильность. Во-вторых, с вероятностью можно ожидать роста рынка страхования, особенно страхования жизни. В-третьих, отечественные суверенные фонды могут изменить свою инвестиционную политику. Пока они вкладываются исключительно в банковские депозиты и американские госбумаги. Однако деньги будущих поколений могут быть отличными инвестициями в национальную экономику. Если три названных фактора сработают, российский фондовый рынок станет гораздо более стабильным и не будет шарахаться вслед за колебаниями цены на нефть или движением индекса S&P.

Екатерина Новокрещеных задала присутствующим резонный вопрос: как завлечь в фондовый рынок собственно население?

Генеральный директор ЗАО «Ю Би Эс секьюритиз» Борис Синегубко заметил в ответ, что пока ни суверенные российские фонды, ни пенсионные фонды не очень вкладываются в акции. Зачем же звать население туда, где само государство не очень-то хочет работать?

Другие участники дискуссии были менее скептичны. Антон Мальков (директор управления инвестбанковской деятельности компании «Сбербанк/Тройка Диалог», сообщил о перспективах нового формата размещений — биржевом транше. Далее спикеры констатировали, что люди у нас как люди, только квартирный вопрос их испортил, вот в квартиры и инвестируют. Самые передовые «физики» участвуют в рынке ценных бумаг все равно, прочим надо активнее рассказывать о возможностях фондов, нужны адекватные рыночные институты. Да и поколение должно смениться.

Важное значение имеет также качество эмитентов, идущих на IPO, — заметила г-жа Новокрещеных, — а с ним пока проблемы. Иностранцы при размещениях обсуждают, сколько оставить инвестору на столе. Российский эмитент после размещения уносит с собой и собственно стол.

Участники дискуссии в ответ на полемический посыл г-жи Новокрещеных высказали ряд соображений. Что некоторые инвестбанки при размещениях прибегают практически к демпингу. Что проблема качества эмитентов должна решаться за счет роста внутреннего спроса. Что для компании правильно стремиться привлекать долевой, а не долговой капитал. И когда российский рынок капитала станет по-настоящему развитым, то компании при IPO будут вести себя иначе. Что прежде IPO казалось легкой возможностью поднять деньги, но после 2008 года инвесторы уже не готовы с прежней легкостью откэшивать русских акционеров, так что постепенно эмитенты будут вынуждены становиться более сознательными. Что крайне важна позиция государства: помимо фискального интереса у него сейчас должна появиться цель строить рынок. И что трудно призывать к порядку частника, если госкомпания при размещении ведет себя неприлично.

Затем присутствовавшие кратко обсудили животрепещущие задачи листинга иностранных компаний. И обозначили задачи, которые должны быть ключевыми для объединенной биржи:

- должны появиться примеры крупных и успешных российских IPO;
- должен появиться листинг для иностранных компаний;
- должно поменяться регулирование инвестирования пенсионных денег;
- стандарты эмиссии должны стать адекватными стандартным мировым практикам;
- расчеты должны производиться в той валюте, в которой это удобно клиенту.

НРД и практические вопросы внедрения закона о ЦД

Дискуссию по центральному депозитарию модерировала зампред правления Сбербанка Белла Златкис.

Как известно, одним из ключевых событий минувшего года стало утверждение парламентом закона о ЦД, которое, однако, само по себе еще не решает вопроса реального появления самой структуры. В рамках сессии предлагалось обсудить практические вопросы внедрения закона о ЦД: стратегию НРД в среднесрочной перспективе; принципы тарифной политики будущего ЦД; ожидания участников рынка в отношении продуктов, услуг и технологий будущего ЦД; ход подготовки нормативной базы; влияние закона о ЦД на деятельность регистраторов.

Г-жа Златкис призналась, что ее лично в процессе внедрения закона о ЦД больше всего беспокоит вопрос, по правильной ли дороге идет движение.

Далее в процессе обсуждения представители кастодианов констатировали, что их интересы в законе учтены. Генеральный директор регистратора «Статус» Михаил Недельский рассказал о грядущих изменениях в тарифах. Президент ЗАО ИК «Тройка Диалог» Ирина Иконникова заявила, что крупного брокера интересует вопрос инфраструктуры: когда в России появится «Евроклир» или «Клирстрим», то рынок уйдет на Запад. Потому что западные расчеты сегодня быстрее, проще и дешевле. Иностранный клиент должен получить в России тот же сервис за те же деньги.

Дискуссии о ЦД, которые длились 15 лет, близятся к завершению, — заметил председатель правления НРД Эдди Астанин. И рассказал присутствующим о происходящих в инфраструктуре глобальных изменениях. Во-первых, НРД готовится к получению статуса центрального депозитария, и процесс идет «на грани пропускной способности регулятора». Во-вторых, НРД активно взаимодействует с регистраторами. В-третьих, идет интеграция важнейших бизнесов основных расчетных депозитариев; в текущем году все ключевые сервисы ДКК будут перемещены в НРД. Кроме того, состав акционеров НРД меняется качественно и количественно; таким образом, возникает мотивация для того, чтобы развивать НРД в интересах всех участников рынка.

В этом году, — заметил г-н Астанин, — Национальный расчетный депозитарий переехал в новый офис, но рынок не почувствовал никаких неудобств в связи с этим фактом. Это является знаком того, что компания способна обеспечить непрерывность своего бизнеса в достаточно сложных условиях.

***

Коротко упомянем о работе прочих секций. Участники сессии «Новые возможности для участников рынка облигаций в 2012 году» рассматривали вопросы либерализации государственного долга; совершенствование регулирования на рынке облигаций, а также строили прогнозные сценарии на текущий год. В ходе дискуссии было запланировано обсуждение возможности введения формата расчетов T+n; совершенствование технологий размещения; развитие законодательства и возможности появления новых инструментов — бондов иностранных эмитентов, а также РЕПО с корзиной ценных бумаг.

В рамках сессии «Тенденции развития розничного бизнеса: продукты и потребности клиентов» обсуждались вопросы продажи прямого доступа на биржу; новые форматы маржинальной торговли; возможность повышения доходности розничного бизнеса; а также новые проекты ММВБ-РТС на валютном и денежном рынке.

Состоялась также панель «Путь инновационной компании: от стартапа до IPO», посвященная работе венчурной биржевой площадки РИИ ММВБ-РТС. Хорошим постскриптумом к ней стала проведенная несколькими днями позже (уже вне рамок Форума) презентация информационно-торговой площадки IPOboard — площадки для привлечения инвестиций непубличными инновационными компаниями. Проект IPOboard не был в полном смысле слова запущен с нуля, он стал работать в новом режиме полного функционала. На инновационной площадке реализована возможность проведения торгов как в режиме переговорных сделок, так и в режиме аукциона. В ближайшее время биржа планирует обеспечить проводимые здесь сделки расчетами на базе своей инфраструктуры.

Сейчас на IPOboard допущены 18 компаний — неплохо, если вспомнить, что стартовали с нуля. Однако у биржи достаточно амбициозные планы в этом направлении: до конца года количество эмитентов планируется увеличить примерно до 50. Предполагается, что в течение ближайших трех лет на IPOboard выйдет около 300 предприятий новой экономики России и стран СНГ.

***

Мы не ставили себе целью описать работу всех сессий Форума, да у нас и нет такой возможности. Можно заметить лишь, что и состав участников мероприятия, и интенсивность его работы, и диапазон проработанных тем давали возможность явственно ощутить, что объединение, похоже, действительно придало нашей теперь единственной бирже мощный созидательный импульс.

Элита 2011

НАУФОР подвела итоги регионального голосования конкурса «Элита фондового рынка 2011»

Определение региональных победителей традиционно осуществлялось по семи регионам России: Восточно-Сибирскому (компании Приморского, Иркутского, Красноярского и Новосибирского филиалов НАУФОР), Западно-Сибирскому (компании Омского филиала НАУФОР), Уральскому (компании Уральского филиала НАУФОР), Поволжскому (компании Казанского и Нижегородского филиалов НАУФОР), Юго-Восточному (компании Самарского филиала), Югу России (компании Орловского и Ростовского филиалов НАУФОР) и Северо-Западному (компании Северо-Западного филиала НАУФОР).

Подведение итогов голосования по Центральному региону и определение победителей в номинациях состоится на заседании Национального жюри.

Победителями в номинации «Компания региона» стали:

Компания «Брокеркредитсервис» (Новосибирск) — Компания Восточно-Сибирского региона;

ЗАО «Октан-Брокер» (Омск) — Компания Западно-Сибирского региона;

Корпорация «Монолит» (Уфа) — Компания Уральского региона;

УК «АК БАРС КАПИТАЛ» (Казань) — Компания Поволжского региона;

ООО «АктивФинансМенеджмент» (Оренбург) — Компания Юго-Восточного региона;

ООО «Инвестиционная палата» (Воронеж) — Компания Юга России;

Балтийское Финансовое Агентство (Санкт-Петербург) — Компания Северо-Западного региона.

В номинации «Лучший трейдинг» отмечены:

ИК «Финансовый Дом» (Пермь);
ООО «Корпоративные финансы» (Краснодар);
ООО «АЛОР-Поволжье» (Нижний Новгород).

В номинации «Лучшая аналитика»:

ООО «КИТ Финанс» (Санкт-Петербург);
Пермская фондовая компания (Пермь);
КБ «Солидарность» (Самара).

В номинации «Лучшая юридическая служба»:

«Титан-Инвест» (Ростов-на-Дону);
ИК «ВИТУС» (Пермь);
КБ «Солидарность» (Самара).

В номинации «Лучший инвестиционный банк»:
АИКБ «Татфондбанк» (Казань).

В номинации «Лучшее развитие бизнеса»:

ООО «КИТ Финанс» (Санкт-Петербург);
«Унисон Капитал» (Тюмень);
УК «ТФБ Капитал» (Казань);
ЗАО «Городская инвестиционная компания» (Краснодар).

В номинации «Управляющая компания фондов»:

УК «Парма-Менеджмент» (Пермь);

УК «АК БАРС КАПИТАЛ» (Казань).

В номинации «Компания услуг для розничных инвесторов»:

УНИКОМ Партнер (Екатеринбург);

ОАО «Альма-Групп» (Краснодар).

В номинации «Компания рынка акций»:

ИК «Энергокапитал» (Санкт-Петербург);

Корпорация «Монолит» (Уфа);

ЗАО ИК «ОЭМК-инвест» (Старый Оскол, Белгородская область).

В номинации «Компания рынка облигаций»:

Уральский банк реконструкции и развития (Екатеринбург);

ИК «ТФБ Финанс» (Казань).

В номинации «Компания срочного рынка»:

«Воронежский фондовый интернет-центр» (Воронеж);

«Башкирский фондовый интернет-центр» (Уфа).

В номинации «Проект по развитию национального фондового рынка»:

ОАО «АК БАРС» БАНК (Казань) — привлечение средств в рамках исламской сделки мурабаха на 60 млн долларов для финансирования проекта по развитию сервисной и транспортной инфраструктуры в Республике Татарстан.

В номинации «Новый финансовый инструмент»:

ОАО «АК БАРС» БАНК (Казань) Исламская сделка мурабаха по привлечению синдицированного финансирования.

За личный вклад в развитие фондового рынка:

Шакирова Анна Филатовна (ООО «Синара-Инвест», Екатеринбург).

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	15-30.05.2012	пн-чт 18:00-21:00 пт 17:00-20:00
Курс 1.0 «Брокерская, дилерская деятельность и деятельность по управлению ценными бумагами»	Москва	21-30.05.2012	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 Санкт-Петербург	30.05.2012 26.06.2012	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.