Содержание

№4, апрель 2012

Кастоди в России

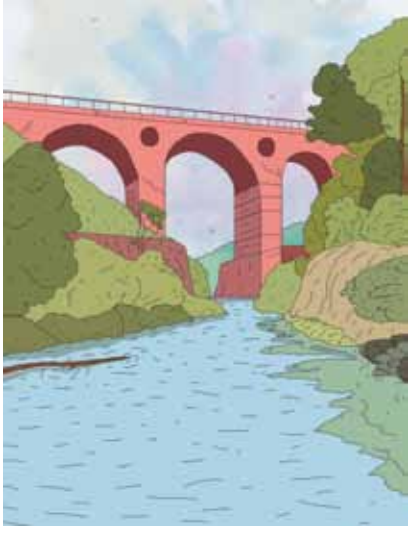
Руководитель Депозитарного управления Дойче Банка Мария Иванова рассказывает главному редактору журнала «Вестник НАУФОР» Ирине Слюсаревой о том, почему кастодиан в России меньше, чем кастодиан; что продает кастоди своим клиентам и на каких ногах он идет в светлое завтра.

12

52

Навести мосты

Использование двойных складских свидетельств в биржевой торговле позволит создать «мост» между товарными и финансовыми биржевыми рынками.



ТЕМА НОМЕРА: РЫНКИ ЦИКЛИЧНЫ

4 **Идете VERNOй дорогой**

Глава представительства Verno Investment Research Limited в России Дмитрий Крюков рассказывает Ирине Слюсаревой о базовых стратегиях хедж-фонда, о том, почему иногда надо сидеть в кэше, и о том, по каким конкретным понятиям нужно жить, чтобыдолгосрочные инвесторы приходили в Россию.

22 **Жизнь в параллельных мирах**

О том, какая структура биржевого товарного рынка нефти сложилась в России фактически, можно ли ее усовершенствовать, какую роль в этих процессах может играть государство и каковы ожидания игроков, разговаривают участники круглого стола НАУФОР.

ЭКСПЕРТНОЕ МНЕНИЕ

36 **Русские горки**

Российский рынок акций после двух месяцев активного роста в марте оказался в группе аутсайдеров среди emerging markets, для которых агентство Standard & Poor's рассчитывает страновые инвестиционные индексы S&P/IFCI. Снижение российского индекса S&P/IFCI в марте составило 5,6% (пятый с конца результат из 21 фондового индикатора emerging markets).

ЗАДАЧА / РЕШЕНИЕ

42 **Скальпер работает быстро**

В последние годы на финансовых площадках набирает популярность алгоритмическая торговля с помощью так называемых торговых роботов. Они используются на различных рынках, в том числе на валютном. Принципы работы подобных торговых роботов могут быть систематизированы.

49 **На нет и спроса нет**

В 2011 — I квартале 2012 года сохранилась тенденция сокращения числа профессиональных участников рынка ценных бумаг, начавшаяся еще в 2009 году.

МЕРОПРИЯТИЕ

56 **Элита 2011**

19 апреля в Екатеринбурге прошла церемония награждения победителей конкурса «Элита фондового рынка» по Уральскому региону.

Тучи над городом встали, в воздухе пахнет грозой: как индекс ММВБ, так и индекс РТС свалились вниз аж до уровня 1250 пунктов. Мировые финансовые новости тоже не радуют. На одних только сводках из Греции произошло много неприятного, а при этом положение на родине Гомера и Сакиса Руваса — далеко не весь негатив.

Не рождает ли ли это мысли о начале очередного витка кризиса?

Но была новость, которую фондовый рынок не заметил совсем, а зря. Акцию «Ночь в музее» посетило 900 тысяч москвичей. Можно по-разному оценивать стремление сограждан приобщиться к национальному историческому, научному и художественному наследию. Например, можно считать это коллективной психотерапевтической акцией. Смысл которой в том, чтобы попытаться хотя бы немножко преодолеть разорванность национального сознания. Сделать сообща что-то правильное.

Если это правильная трактовка, то можно надеяться на возможность решения (нами как народом) и несколько более серьезных задач.

А кризис, в конце концов, случается не впервые.

Рынки цикличны, это известно.

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;
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

Дмитрий Крюков
глава представительства Verno Investment Research Limited
в России

Идете VERNOй дорогой

Крупные иностранные институциональные инвесторы приходят в российский хедж-фонд

Глава представительства Verno Investment Research Limited в России Дмитрий Крюков рассказывает Ирине Слюсаревой о базовых стратегиях хедж-фонда, о том, почему иногда надо сидеть в кэше, и о том, по каким конкретным понятиям нужно жить, чтобы долгосрочные инвесторы приходили в Россию.

— Дмитрий, у нас многие жалуются на то, что в стране не очень хорошо работают «лифты» — в бизнесе, в том числе. Может быть, мы сейчас попробуем рассказать какую-то другую историю? Рынок примерно понимает, откуда вы взялись, но, может быть, все равно начнем с самого начала?

— В 1992 году я пришел в Госкомимущество, Российский центр приватизации, мое первое место работы. Там работала группа иностранных консультантов, которые консультировали российских чиновников по вопросам приватизации. Мой начальник Шарбель Акерман писал для правительства различные рекомендации. Я иностранцам ассистировал — переводил законы. В Госкомимуществе я проработал до начала 1994 года, в конце вел там базу данных по чековым аукционам.

Затем год проработал в аналитическом департаменте банка CSFB. Потом большая группа людей покинула CSFB и пошла делать компанию «Ренессанс Капитал». Меня в 1995 году тоже туда позвали. Там я также сначала занимался аналитикой, а пару лет спустя стал торговать акциями.

— То есть стали трейдером?

— Да. Кстати, торговал акциями даже в 1998 году, что дало мне очень хороший опыт. В 2001 году перешел в «МДМ-банк» и проработал там год в департаменте ценных бумаг. В это время мне позвонил мой бывший коллега по «Ренессансу» Фрэнк Мозьер с предложением вместе создавать хедж-фонд. В 2002 году мы создали фонд «Казимир партнерс». В начале в нем было порядка миллиона долларов. С 2002 по 2007 год наши активы выросли до 750 миллионов долларов, и мы имели хорошую репутацию. После кризиса 2008 года внутри фонда возникли разногласия по поводу того, как развиваться дальше, я принял решение выйти из бизнеса и продал акции партнеру, заключив с ним соглашение о неконкуренции в течение года.

После этого я год занимался созданием структуры компании Verno. Я считал, что российский

рынок интересен в долгосрочной перспективе. До этого мы все делали хорошо, и не было причин не продолжать это делать дальше.

В начале 2010 года я запустил фонд Verno Russia Fund, в нем было пять партнеров. В середине 2010 года мы начали вести переговоры относительно инвестиций в Россию с компанией «Мубадала». Это инвестиционный фонд из Абу-Даби, который контролируется правительством. Через полгода, в октябре 2010 года они приняли решение и в конце ноября инвестировали средства. В процессе переговоров мы очень тесно общались с Роландом Нэшем, которого я знал еще по «Ренессансу», в результате чего Роланд присоединился к нам в январе 2011 года. В течение 2010 года (когда закончился год моего соглашения с «Казимир Партнерс» о неконкуренции) к нам также присоединилась инвестиционная команда из «Казимира».

В 2011 году мы запустили еще один фонд. Теперь у нас под управлением два фонда (хедж-фонд и фонд long only) и порядка 200 миллионов долларов активов, из которых 100 пришло от «Мубадалы», еще 100 мы «подняли» от институциональных инвесторов, в основном из США, плюс деньги партнеров.

— A long only – это какой тип фонда? Какая стратегия у вашего хедж-фонда?

— Это типа нашего ПИФа. Но начнем, наверно, с хедж-фонда, потому что там больше стратегий.

В целом мы используем четыре базовых стратегии. Первая — это фундаментальный анализ, основанный на исследованиях деятельности компаний. И именно эта часть является long only фондом.

Команда аналитиков ищет интересные объекты для инвестиций. Как мы их находим? В течение года команда проводит порядка двухсот встреч с менеджментом разных компаний. В результате встреч, к примеру, с менеджментом «Северстали» мы узнаем, как обстоят дела с производством, какова маржа, каковы цены на сталь, на железную руду, на уголь, каковы спрос-предложение в отрасли, что они думают про конкурентов. То есть пытаемся собрать данные. Затем строится финансовая модель.

У нас существуют постоянно обновляющиеся аналитические модели бизнеса примерно по 80 компаниям.

Следующий этап после тщательного анализа компании — мы смотрим на то, как ее оценивает рынок, особенно в сравнении с аналогичными компаниями либо в России, либо в странах бывшего СССР, среди emerging markets, либо на других глобальных рынках. Если компания оценена с дисконтом, то нам это интересно. И третье, что нас отличает от многих других, — мы стараемся найти некое событие, назовем его условно catalyst, то есть то, что должно случиться, чтобы рынок обратил внимание на этот актив. Это может быть все что угодно — смена руководства компании, выход на какие-то новые рынки, новый продукт или сделка слияния-поглощения.

Когда все три фактора складываются воедино, это означает, что мы нашли что-то хорошее, и тогда берем этот актив в портфель. Он идет в long only фонд. Чего этот фонд не делает, так это не имеет коротких позиций, мы считаем, что на 90–95% он должен быть заинвестирован всегда. Инвесторы, покупающие long only фонд, понимают, что российский рынок очень волатилен, что когда-то они заработают, а когда-то потеряют, но так как горизонт инвестирования у них очень длинный, то за 3–5–10 лет они в целом заработают в России больше, чем на других рынках.

Это первая стратегия хедж-фонда.

Вторая стратегия — это то, что мы называем «специальные ситуации». Некие инвестиционные ситуации, в которых соотношение риска и доходности очень благоприятно. То есть маленькому риску сопутствует большая доходность. Бывают ситуации, когда можно заработать 15–20%, может быть, даже 25% за 6–7–8 месяцев. Причем downside-риск (риск потерь) будет не очень большим. Последние примеры — выкуп акций, который PepsiCo делала в «Вимм-Билль-Данне» и Unilever делал в «Калине». Если купить акции этих компаний в день объявления и дождаться даты поступления денег в течение обязательного выкупа, то доходность превышала 20%, а операция занимала 7–8 месяцев.

Такие ситуации мы отслеживаем очень внимательно и участвуем в них.

Была в 2004–2005 годах хорошая история с «Газпромом», когда отменили ограничения для иностранцев.

В Сбербанке было нечто похожее, но не в обычных, а в привилегированных акциях, на владение которыми для иностранцев раньше требовалось разрешение Центробанка. Мы захотели купить «префы» Сбера, собрали большую позицию и пришли в ЦБ за разрешением, там тоже была сразу получена очень большая премия.

Таких ситуаций бывает немного. Если мы находим три-четыре в год, это уже хорошо. За счет того, что здесь относительно невелик риск потерь при относительно небольшом апсайде, можно взять очень большую позицию. Например, у нас в «Вимм-Билль-Данне» и в «Калине» было порядка 10% активов фонда в этой одной позиции. Мы считали, что рынок неправильно оценивает риск PepsiCo или Unilever, что дисконт в 10–15% к цене выкупа слишком велик.

Третья стратегия хедж-фонда — это торговая книжка, некая краткосрочная торговля, если мы видим какую-то располагающую ситуацию. Например, какая-то бумага сильно упала без причины, и мы ее можем купить, или что-то сильно выросло, и мы это можем продать.

Четвертая стратегия — хеджевая, то есть хеджирование рисков наших позиций в других стратегиях. Это могут быть короткие позиции в индексе, или короткие позиции в каких-то отдельных бумагах, или это могут быть какие-то опционные стратегии. Это та книжка, где мы пытаемся изолировать и мини-

мизировать риски потерь, тем самым управляя волатильностью самого фонда.

— Вы ловите моменты, когда рынок ошибается, но собственно бумаг-то у вас немного?

— Ой, их очень немного. Если бы их было больше, можно было бы гораздо больше заработать.

— Но в целом нет проблемы с тем, что ваш, так сказать, ассортимент бумаг невелик?

— Так как это одна из используемых стратегий, то мы можем достаточно гибко управлять аллокацией капитала. То есть, условно говоря, мы видим, что конкретно сейчас, сегодня таких ситуаций нет. И раз у меня нет идей в специальных ситуациях, то я могу направить этот капитал либо на фундаментальную, либо на торговую позицию, либо вообще могу оставить его в кэше. Потому что пока нет идей, и рынок слаб и вял, я лучше буду просто ждать, когда такие ситуации появятся.

— А что значит держать в кэше? Это все равно какие-то облигации?

— Можно просто держать в долларах на текущем счете. Можно купить короткие бонды.

Для управляющего хедж-фондом, на мой взгляд, очень важно иметь дисциплину и терпение. Не нужно торговать только потому, что это моя работа. Это неправильный подход. Если нет идей, то надо сидеть и терпеливо ждать. И ситуации появятся обязательно, потому что рынок их производит. Если б все было иначе, было бы честнее отдать деньги инвесторам.

— Считаете ли вы, что у вас есть конкуренты?

— Конечно! С российскими ПИФами у нас может быть конкуренция по доходности и по доступу к инвестиционным идеям, но у нас разные инвесторы. У нашего фонда нет российских инвесторов, они только западные. И, скорее всего, западные инвесторы в российские ПИФы не пойдут. Но, условно говоря, если какой-то российский ПИФ показывает доходность, которая сильно лучше моей, то у моих клиентов появляются вопросы — почему российские фонды зарабатывают, а я нет.

— Вы мониторите рынок ПИФов?

— ПИФы мы не смотрим, нет. Есть целый набор иностранных фондов, с которыми мы конкурируем и по доходности, и за инвесторов. И понятно, что когда Prosperity показывает большую доходность, а я ее не показываю, то инвестор задумывается, почему он должен нести деньги к нам, а не в Prosperity.

В хедж-фондах конкуренция меньше, потому что, насколько мне известно (но могу ошибаться), не так много фондов эту стратегию пытаются исполнить, потому что на самом деле она довольно сложная. От хедж-фондов ждут, что они деньги всегда зарабатывают и никогда не теряют. Это, конечно, прекрасно, но, к сожалению, не всегда получается. Мы не боги, и у нас не может быть окончательного понимания, когда и почему рынки упадут.

— Сколько бы управляющий ни заработал, инвестору никогда не кажется, что это чересчур много. Но когда он теряет, то инвесторам всегда кажется, что это чересчур.

— Конечно! Поэтому для себя мы стратегию хедж-фонда сформулировали так, что хотим зарабатывать примерно 75% от доходности рынка, когда рынок в плюсе. То есть если рынок вырос на 100% и мы при этом заработали 75%, то считаем, что свою работу мы сделали. Но при этом у нас очень большой упор делается на сохранение капитала, то есть мы не хотим терять больше 50% от рынка, когда он падает. То есть если рынок упал на 70%, то мы должны упасть на 35%, не больше.

В нашей предыдущей жизни, в «Казимире», это получалось довольно неплохо. Если брать рынок в виде индекса РТС, то с 2002 года до конца 2008, включая падение, мы заработали около 450% аудированной доходности, а рынок вырос на 90% за тот же срок.

В нашей текущей жизни у нас это пока получается не очень хорошо, потому что в 2010 году мы бизнес только строили. С другой стороны, если бы фонда с такой стратегией не было, то когда мы разговаривали с «Мубадалой», возможно, они бы с нами вообще никакого дела иметь не стали.

Опять же, доходность, которую видят инвесторы, отбор компаний, анализ — все это очень важно, но это лишь часть работы.

Для институциональных инвесторов имеют большое значение и другие вещи. То, как фонд организован, какие юристы писали для него документы, кто у него аудитор, кто банк-кастодиан, кто управляет всей неинвестиционной частью.

Мы с самого начала пошли на большие денежные и временные затраты, чтобы эту — операционную — часть построить правильно. Поэтому когда мы говорили с «Мубадалой», они, понятно, смотрели на инвестиционную команду, но также проводили большой due diligence операционной части.

Благодаря тому, что мы с самого начала все построили правильно, у нас по неинвестиционной части вообще вопросов не возникло.

— Правильно ли считать, что вы как типичный хедж-фонд сначала искали инвесторов в близком окружении, а сделка с компанией «Мубадала» стала качественным изменением?

— Да. Несмотря на то, что команда вместе работает довольно давно, тем не менее у нас был такой путь. Сначала инвесторами были люди, которые знают нас лично и доверили нам свои деньги. С них мы не брали комиссионных, то есть ничего не зарабатывали.

— То есть просто зарабатывали себе репутацию?

— Для фонда, помимо наличия истории и грамотных специалистов, важен сам факт существования в течение какого-то времени.

— Это как аристократическая родословная?

— Да. Сейчас нам два года и четыре месяца. А надлежащий срок (аристократической родословной) должен быть свыше трех лет. Это как каран-

тин — те, кто дожил до трех лет, здоровы. Понятно, что не все придерживаются такого драматического подхода, но это важно.

Если смотреть на управление фондом как на бизнес, то большое внимание мы уделяем маркетингу. Сейчас у нас, по сути, два работника и два партнера занимаются только тем, что разрабатывают стратегию маркетинга и встречаются с инвесторами. Портфельный менеджер и я как главный инвестиционный управляющий проводим в дороге минимум неделю за каждый квартал. Очень много времени мы проводим во встречах с существующими инвесторами и инвесторами потенциальными.

Когда люди отдают деньги в управление, для них существует несколько препятствий, через которые они должны перешагнуть. Первое — это понимание того, что перед ними люди серьезные, не жулики, которые понимают, что делают. Тут опять же помогает история, репутация.

Следующий этап — это вопросы к структуре компании.

Третье — вопросы по части доходности.

Этот процесс занимает время. Особенно когда работаешь с институциональными инвесторами. У нас есть инвесторы, с которыми мы разговариваем уже пять лет, и они до сих пор не приняли решение. Инвесторы — пугливая публика. Им нужно получить комфорт.

Также очень много времени приходится проводить, убеждая людей не в том, что мы такие хорошие, а в том, что Россия — это привлекательный объект для инвестиций. Я бы сказал, что 50% времени я убеждаю людей, что все то, о чем пишет «Экономист» и «Файненшл таймс» применительно к России, существует, но эти обстоятельства не такие жуткие, как кажется.

— Ваш инвестор — он какой?

— Это большой институциональный инвестор. «Мубадала» — это инвестиционный фонд, который контролируется правительством Абу-Даби.

У нас есть также пенсионные фонды, эндаументы.

На самом деле о таких инвесторах, как наши, можно только мечтать. У них длинный инвестиционный горизонт. За таких инвесторов страны, по сути, должны биться. Потому что если они пришли в конкретную страну, то понимают, что этот национальный рынок для них интересен, они тут останутся надолго и будут предоставлять капитал на развитие компаниям.

Мы свой бизнес строим надолго. Поэтому нам такие инвесторы очень важны, это наш основной фокус.

Но мы разговариваем и с богатыми частными инвесторами, и с компаниями family office, которые управляют капиталом одной или нескольких семей, и с фондами фондов.

То есть мы разговариваем со всеми, но основной фокус делаем на очень долгосрочных инвесторах, которые понимают, что в Россию надо приходить надолго. Да, будет волатильность, да, мы постараемся ее уменьшить, но заработок здесь потенциально очень привлекательный.

— Вы работаете с иностранными институциональными инвесторами, продавая им перспективы российского рынка. В чем вы видите его преимущества?

— С 1992 года Россия пережила уникальный период. Если посмотреть, то на самом дне кризиса 1998 года долларовый ВВП России был чуть больше 120 млрд. Сегодня он около 2 триллионов долларов. То есть, если посмотреть, какой объем богатства был сгенерирован за это время, то ни в какой другой стране мира этого произойти не могло — и не произошло.

Как следствие этого и как следствие того, что российские риски были очень высоки в конце 90-х и стали более низкими сейчас, произошел стремительный рост стоимости активов. Почему у нас олигархи такие богатые? Потому что они покупали активы в конце 90-х по низким ценам. Риски были огромные, капитал отсутствовал.

Я часто рассказываю иностранцам историю из своего «госкоммущественного» прошлого. В 1992 году каждый житель Российской Федерации получил ваучер. Если округлить, то жителей в стране было тогда 150 миллионов. Ваучеры стали, по сути, первой ценной бумагой, которая стала обращаться на бирже. Если взять среднюю стоимость ваучера с октября 1992 года по июнь 1994, когда они прекратили свое хождение, то средняя цена составляла 20 долларов за штуку. Если умножить 150 миллионов на 20 долларов, получим три миллиарда. В среднем на ваучерных аукционах продавалось от 29 до 49% акций. То есть с небольшим преувеличением четверть российской промышленной базы можно было купить за три миллиарда долларов (если бы кто-то скупил все ваучеры).

— Егор Гайдар писал, что когда происходит трансформация плановой экономики в рыночную, то надо твердо понимать, что почти ничего из того, что производилось при социализме, капиталистической экономикой востребовано не будет.

— Я вам расскажу пример из жизни. В CSFB был инвестор, который в конце 1993 или начале 1994 года купил ваучеров на один миллион долларов. Эти ваучеры он попросил инвестировать на аукционе Новолипецкого металлургического комбината.

— Нуу, это надо было иметь view на металлургический бизнес.

— Не было у него никакого view. Как вы думаете, сколько процентов Новолипецкого комбината он получил за свой миллион?

— Ну не знаю.

— Он получил 17%. Предположим, что он досидел бы в этих бумагах до сегодняшнего дня. На пике в 2008 году Новолипецкий комбинат стоил, я думаю, миллиардов 30. Выводы понятны.

Тут дело не во view. Если б в период приватизации иметь три миллиарда долларов, скупить на них все ваучеры,

скупить все компании. В теории мы бы купили всякого трэша. Ну и что. На одном НЛМК мы отбили бы все наши остальные ваучеры.

Другой пример. Уже в июне 1994 года один инвестор изъявил желание купить по 100-200 ваучеров из списка двух десятков российских компаний. Случилось то же самое — в первый же год он получил дивидендов больше, чем заплатил за бумаги.

Я пытаюсь сказать, что в России произошел небывалый рост стоимости активов.

И это на самом деле только часть истории. Одновременно с этим произошел огромный рост активов в непубличной сфере. Например, все жалуются, как дорога недвижимость. Но забывают, что была массовая приватизация недвижимости. Что люди, которые жили в квартирах, получили их бесплатно. Этот value тоже был создан. Понятно, трудно ждать, что сейчас это повторится в таких же масштабах, но тем не менее экономика растет. Четыре процента в реальном выражении плюс инфляция. Где-то 9–12% в номинальном выражении. То есть если предположить, что рынок просто будет расти за ростом прибыльности компании, то в принципе можно ожидать рост от 9 до 12%. Плюс кто-то растет быстрее, где-то растет мультипликатор. Value все равно создается и будет продолжать создаваться.

Для инвестора, особенно глобального, главное понять, что капитал нужно инвестировать туда, где есть рост. Конкретно сегодня в Европе роста нет, в Штатах рост очень вялый. А где рост идет? Рост есть в Азии, рост есть в Бразилии, в Австралии, в Канаде. Инвесторы идут туда, где рост. Они покупают либо азиатские страны, либо, если могут получить доступ к росту через более дешевые компании в России, то покупают компанию в России.

— А куда вы лично вложили свой ваучер?

— Я купил еще два ваучера и вложил их в акции компании «Норильский никель». Но проблема в том, что я как вложил их в 1994 году, так до сих пор и не знаю, что с ними стало. Надо собраться и узнать наконец, что стало с моими дивидендами.

— Вы еще сказали, что проблемы с российскими инвестициями есть, но о них мы поговорим позже...

— В Америке очень много времени приходится проводить, отвечая на вопросы, на мой взгляд, наивные. Очень многие до сих пор смотрят на Россию сквозь какую-то призму холодной войны. Приходится разговаривать с людьми образованными, лет сорока и даже моложе, но которые продолжают жить в этой системе. На одной встрече мне долго парили мозг, что демократии в России нет, свободы слова нет. Но, во-первых, вам как инвестору какая разница? Самое главное, чтоб была сохранность капитала и чтоб была доходность.

Во-вторых, если инвестиционный мир управляется англосаксонскими понятиями, это не означает, что они однозначно должны быть приняты везде.

Конечно, было б хорошо, если б у нас законы соблюдались, коррупции поменьше было. Но мне кажется, все это и так понимают и когда-то начнут делать.

— Если выражаться избито, вам бы хотелось, чтоб у нас инвестиционный климат улучшался.

— Инвестиционный климат — понятие абстрактное. А вот, например, соблюдение законов об акционерных обществах — это понятие конкретное. Я как инвестор знаю, что инвестор, покупая более определенного процента компании, должен сделать обязательное предложение миноритариям о выкупе их акций. PepsiCo и Unilever такое предложение сделают, а вот господин Прохоров в 2008 году решил такого не делать. Я прекрасно понимаю, что денег было жалко, кризис, цены упали, и по-человечески его не осуждаю. Но если есть закон, то его, к сожалению, надо исполнять. Денег он сэкономил, но инвесторы в следующий раз подумают, иметь ли дело с компанией ОНЭКСИМ. И опять же — для страны это плохо. А я хочу, чтоб для моей страны было хорошо. А для страны будет хорошо, если будут введены понятные законы, которые будут понятно исполняться. ◻

Мария Иванова
Руководитель Депозитарного управления «Дойче Банка»

Кастоди в России

Все нужные структурные звенья задекларированы. Теперь нужно еще, чтобы заявленная система заработала

Руководитель Депозитарного управления «Дойче Банка» Мария Иванова рассказывает главному редактору журнала «Вестник НАУФОР» Ирине Слюсаревой о том, почему кастодиан в России меньше, чем кастодиан; что продает кастоди своим клиентам и на каких ногах он идет в светлое завтра.

— Мария, чем отличается профиль работы на российском рынке депозитария иностранного банка сравнительно, скажем, с «чисто» российскими депозитариями? Отличаются ли ваши клиенты? Отличаются ли сервисы? Кстати, есть ли на самом рынке какой-то сильный общий тренд?

— Ситуация в российской инфраструктуре напоминает мне сейчас перестройку, то есть события, которые происходили в стране после прихода к власти Горбачева. До этого, как известно, все ночами сидели на кухнях и рассказывали друг другу, как обустроить Россию, но ничего не происходило. А потом резко начались перемены — и размах у них был невероятный!

Так сейчас и у нас в инфраструктуре.

— Мы опять живем в эпоху перемен?

— Да, очень глубоких перемен, которые значительно изменят наш тихий бизнес. Учитывая, что мы являемся частью глобального банка, мы работаем по очень четким и жестким правилам, и велосипед здесь изобрести практически невозможно. Происходящая перестройка окажет влияние и на нас.

Что касается вашего вопроса, то здесь я бы выделила два аспекта. Во-первых, чем отличается работа депозитарной структуры в составе глобального банка от работы чисто российской компании; а во-вторых, чем отличается работа иностранной компании от российской.

Начну с первого аспекта. Мы — часть глобальной структуры (то есть «Дойче банка») и обязаны действовать по утвержденным стандар-

там, которые установлены материнской компанией. В этом есть четкая логика, потому что клиент общается с ДБ на глобальном уровне и уже оттуда смотрит, на какие локальные рынки может зайти. Соответственно, основная наша ориентация — иностранный клиент, который работает с глобальной франшизой. Исторически «Дойче банк Москва» обслуживает также и локальных клиентов, у него достаточно сильное присутствие в России. Локальным клиентам мы всегда рады, но все же наша основная цель — продвижение российского рынка на Запад.

Российские депозитарии работают иначе, они больше нацелены на локального клиента или обслуживают сами себя. Хотя один из крупнейших чисто российских депозитариев — ВТБ —сейчас, как мне кажется, ориентируется на иностранных клиентов и открыто конкурирует с зарубежными кастодианами, присутствующими на российском рынке. У ВТБ есть на это большие внутренние ресурсы. С остальными российскими депозитариями у нас совсем разное поле игры.

Мои коллеги, Алексей Федотов из «Ситибанка» и Наталья Сидорова из банка ING, в свое время уже говорили в интервью вашему изданию, что понятие «депозитарная деятельность» или «кастоди» в России отличается от понятия кастоди на западных рынках. Полностью подписываюсь под этим постулатом. На Западе кастодиальный бизнес является частью инвестиционного процесса. В России сфера депозитарных услуг — это учет и хранение ценных бумаг, а также осуществление операций по счету депо.

Исключительно учетный процесс, то есть изначально достаточно ограниченное и сильно зарегулированное занятие.

Мы, являясь частью глобальной франшизы, пытаемся эти рамки расширить. Стараемся в интересах клиентов максимально приблизить наши российские реалии к реалиям, привычным для них. А к чему привыкли иностранцы? К тому, например, что кастодиальные счета открываются вместе с денежными. Тогда как в России это разный учет, и даже открытие денежных и ценнобумажных счетов происходит в разные сроки. На западных рынках процедуры сравнительно просты, а в России они громоздкие. Иностранные клиенты также привыкли к максимальному использованию сервиса «поставка против платежа» в том числе при внебиржевых расчетах, тогда как в России это либо свободная поставка, либо расчеты в долларах США с открытием денежного счета за рубежом.

Разумеется, иностранные инвесторы привыкли также к центральному депозитарию. К счастью, этот вопрос наконец-то смогли решить. Я говорила, что 2012 год стал годом решительных перемен именно потому, что в самом конце предыдущего года был принят закон о ЦД, и сейчас мы находимся накануне внедрения концепции иностранного номинального держания, что значительно снизит риски как инвесторов, так и обслуживающих инвесторов банков-кастодианов.

Если вернуться к вопросу взаимодействия с иностранным клиентом, то вот еще такой простой человеческий аспект: иностранный инвестор привык, что с ним общаются по-английски. Причем на любом уровне: разговаривая со специалистами бэк-офиса, налогового отдела и так далее. Поэтому для нас источником дополнительных хлопот является стремление найти не просто хорошего специалиста, но еще и с хорошим английским языком. И плюс способного учесть человеческие особенности каждого клиента, подстроиться под его менталитет. Обладание такими качествами — дополнительный критерий при найме в иностранный банк сравнительно с российским финансовым учреждением.

Немного отвлекаясь от темы, замечу, что у нас сейчас сложилась прекрасная команда. Удержать ее непросто, именно в силу востребованности специалистов такого качества. И мотивировать ребят исключительно финансово тоже не получается. Понятно, что зарплаты должны быть конкурентными, но это не единственный стимул. Работать в иностранном банке действительно интересно, мы общаемся с людьми из разных точек мира, нашу практику с полным правом можно назвать мультикультурной, и это делает нашу профессиональную жизнь насыщенной.

Вот что мы предлагаем иностранным клиентам. И вот чем мы отличаемся от российских депозитариев. Сформулирую это так: мы знаем, чего хотят западные инвесторы, и у нас есть возможность, используя ресурсы глобального ДБ, предложить им сервис, по максимуму похожий на западный.

Соответственно, основная наша ориентация — иностранный клиент, который работает с глобальной франшизой. Исторически «Дойче банк Москва» обслуживает также и локальных клиентов, у него достаточно сильное присутствие в России. Локальным клиентам мы всегда рады, но все же наша основная цель — продвижение российского рынка на Запад.

— А с кем вы конкурируете?

— Я считаю, самые крупные конкуренты — депозитарии банка ING и «Ситибанка». В меньшей степени банк «Юникредит» и недавно начавший работу на российском рынке депозитарий «Джи Пи Морган». Ну и еще я готова к тому, что могу оказаться в ситуации конкуренции со стороны депозитария ВТБ или Сбербанкаю

В принципе все эти процессы можно оценить лишь положительно: хорошо, когда появляется свежая кровь, свежие люди и свежие идеи.Why not?

— Что можно сказать о доходности ваших сервисов?

— У нас сервисная линейка достаточно простая, даже сравнительно с сервисами, которые могут предложить коллеги по «Дойче банку», работающие в других странах. Потому что, как я уже говорила, мы зарегулированы. Да, мы стараемся быть креативными и максимально облегчить жизнь иностранного инвестора. Но у нас все равно до сих пор нет услуги кредитования ценными бумагами, нет особо широких возможностей финансирования, мы по определению не можем заниматься клирингом. Потому что на всех этих направлениях упираемся в регуляторные барьеры. Но это реалии нашей работы, мы обязаны с ними жить.

Итак, главные наши сервисы, которые я бы рассматривала в данном контексте, это хранение ценных бумаг и расчеты по ним. Вот те две ноги, на которых мы пытаемся не просто стоять, но еще и идти в светлое будущее.

Для того чтобы получить активы на хранение, надо постараться. То есть клиента надо привлечь не только надежностью сервиса и его ценой (кстати, в перспективе появления центрального депозитария все кастодианы, насколько мне известно, готовятся к снижению доходов). Надо предлагать также дополнительные услуги, а это в основном услуги информационные. Корпоративные дей-

ствия в России до сих пор остаются достаточно увлекательной авантюрой, потому что у нас нет единого источника информации о корпоративных действиях. Соответственно, каждый кастодиан обязан постоянно следить за событиями на рынке, отлавливать эту информацию, чтобы вовремя предупредить клиента. Мы также должны взаимодействовать с эмитентом при проведении корпоративных действий, в которых участвует наш клиент. При этом при прохождении процедуры принятия документов клиента эмитентом и клиент, и депозитарий могут совершенно неожиданно получить совершенно ненужный адреналин, так как у каждого эмитента свои требования к документации.

Так вот, чтобы привлечь клиента, надо ему доказать и нашу надежность, и наличие нужных сервисов, и оптимальное соотношение этих сервисов по критерию цена-качество и хороший уровень информационных услуг.

Также мы должны показать клиенту, что имеем возможность активно лоббировать его интересы. Причем у него нет каких-то опасных целей или неправильных интересов — все пожелания совершенно прозрачные, четкие и нацелены главным образом на совершенствование инфраструктуры.

Именно поэтому кастодианы единым фронтом выступали за создание центрального депозитария. Мы хотим, чтобы рынок стал более простым и дешевым. И поэтому мы поддерживаем НРД, у которого есть все шансы стать центральным депозитарием.

Так что, если резюмировать вопрос о структуре доходов, то мы живем хранением и расчетами. По соотношению это примерно 60% хранение и 40% – расчеты.

— Доходы за хранение у вас теперь уменьшатся?

— Думаю, что прогрессивно уменьшатся все доходы, а их соотношение останется таким же. С другой стороны, ожидается, что появление на рынке центрального депозитария привлечет новых инвесторов, да и к тому же для нас работа через ЦД должна привести к сокращению наших собственных расходов. Я точно знаю структуру доходов и расходов департамента. Наши собственные расходы должны сократиться, мы готовы инвестировать в автоматизацию наших сервисов. И мы надеемся, что более дешевая и прозрачная инфраструктура поможет иностранным инвесторам вернуться в Россию.

Хотя начало года было достаточно трудным, но это общемировая тенденция. Пока что, как известно, иностранные инвесторы потихоньку уходят со всех развивающихся рынков.

— Такое бегство случается в истории финансов далеко не впервые. Некоторые специалисты даже считают, что Вторая мировая война началась во многом потому, что инвесторы «рванули» из австрийских и чешских банков, за ними рухнули немецкие банки, а на следующей стадии уже начал реализовываться принцип домино.

— Сейчас грядут достаточно интересные времена. Участники рынка радовались появлению центрального депозитария. Но, с другой стороны, мы все являемся частью глобальной системы, так что, если сейчас начнется затяжной кризис, то мало нам всем не покажется, несмотря на совершенствование инфраструктуры.

Тем не менее ЦД все равно был правильным решением, конечно!

Закон долго не могли принять, существовали множественные конфликты интересов. Слияние двух расчетных депозитариев, как следствие слияния ММВБ и РТС, во многом ускорило принятие решения. Но теперь наступил новый этап, и он предъявляет новые сложные задачи.

После того как все нужные структурные звенья задекларированы, нужно еще, чтобы все заявленное заработало.

Меня немного беспокоит ситуация, которая существует на данный момент. Например, критически важны сроки. 1 июля должна вступить в силу концепция иностранного номинального держания. Ожидалось, что к апрелю ФСФР подготовит соответствующие документы, которые бы позволили банкам-кастодианам понять, как дальше работать с иностранными клиентами.

Дьявол, как известно, кроется в деталях. И вот мы доходим до деталей, а мы работаем с очень дотошными клиентами, которые подвергают любой рынок очень серьезному анализу. Потому что любое изменение на рынке может повлечь за собой серьезные изменения — документации, базы IT. В свою очередь, то же самое изменение софта — это соответствующий бюджет, который нужно планировать заранее.

Меня немного беспокоит ситуация, которая существует на данный момент. Например, критически важны сроки. 1 июля должна вступить в силу концепция иностранного номинального держания. Ожидалось, что к апрелю ФСФР подготовит соответствующие документы, которые бы позволили банкам-кастодианам понять, как дальше работать с иностранными клиентами.

Поэтому клиенты хотят четкого понимания, как теперь, в новых условиях, будет выглядеть договор, потребуется ли вносить изменения в программное обеспечение, как технически будет происходить раскрытие информации. А ведь количество информации огромное, и мы должны ее за пять рабочих дней донести, к примеру, из Америки и перенести в реестр. Каким языком, каким техническими средствами мы должны будем пользоваться? — Это пока открытые на данный момент вопросы.

Есть еще одна — более глобальная — проблема. В законе написано, что концепция иностранного номинального держания может быть применена только к тем бумагам, которые лежат на счетах центрального депозитария в реестрах. Что это означает?

Это означает, что, скажем, 1 июля встанет вопрос об иностранном номинальном держании. А центрального депозитария у нас пока нет. Чтобы он появился, НРД должен получить соответствующий статус, а порядок получения статуса ЦД пока не одобрен, а на получение статуса ЦД у НРД по закону может уйти до четырех месяцев. Это означает, что мы говорим иностранцам примерно такой текст: «Счета мы открывать сможем, хотя сама процедура открытия счетов еще не известна, но не волнуйтесь, соответствующий документ вот-вот будет готов. А еще, извините, у нас пока центрального депозитария нет».

А когда центральный депозитарий появится, он еще должен открыть во всех реестрах специальные счета центрального депозитария; либо конвертировать существующие счета в счета центрального депозитария. И начать с ними электронное взаимодействие и ежедневные сверки. Когда мы соберем вместе всю эту мозаику, то вожделенные счета центрального депозитария в реестрах появятся, но работать они начнут только к концу года.

То есть всем нам приходится импровизировать, а наш бизнес не любит импровизаций. Мы должны быть людьми дотошными, должны заранее получать документы, иметь четкое понимание концепции и передавать ее клиентам.

В такого рода масштабных проектах задержки прогнозируемы, но, возможно, имело смысл закрепить в законе более длительный переходный период. С другой стороны, спешка могла быть оправдана тем, что компромисс достигнут, и надо его закрепить.

— Насколько можно понять, вам как кастодиану сейчас приходится постоянно входить в контакт с НРД?

— Мы очень тесно взаимодействуем с НРД, на котором сейчас лежит огромный груз ответственности, а план работ абсолютно необъятен. Я очень благодарна команде НРД за постоянную готовность к диалогу.

Но все равно все непросто. Когда НРД получит статус ЦД, начнется массовый переход ценных бумаг из реестров на счета центрального депозитария, плюс переход бумаг со счетов ДКК на счета НРД. Это сродни великому переселению народов по сложности и масштабу. На данный момент НРД планирует сделать это постепенно. А мы пытаемся убедить их, что так нельзя, поскольку операционный риск будет огромным. И непонятно к тому же, насколько велика будет стоимость таких переводов для клиентов. Расходы могут оказаться слишком высоки.

Важно, чтобы и со стороны НРД, и со стороны ФСФР было понимание, что в этот переходный момент нам нужно также действовать сообща. Надо позволить нам действовать на основании одной общей инструкции и переводить бумаги не отдельно по поручению каждого клиента, а, что называется, одним траншем. То есть надо очень дотошно подойти к деталям. Серьезно, скрупулезно. Жду информации от НРД, когда начнет действовать рабочая группа (в которую войдут специалисты ФСФР и НРД), которая будет заниматься всеми обозначенными вопросами.

Важно, чтобы и со стороны НРД, и со стороны ФСФР было понимание, что в этот переходный момент нам нужно также действовать сообща. Надо позволить нам действовать на основании одной общей инструкции и переводить бумаги не отдельно по поручению каждого клиента, а, что называется, одним траншем. То есть надо очень дотошно подойти к деталям.

— Вы считаете, что организационно основной удар должна принять на себя НРД?

— По сути, получается так. Они становятся центральной инфраструктурой, и я думаю, что они к этому морально готовы. Но и нам нужно суетиться – вовремя информировать клиентов, взаимодействовать с НРД. И очень важный момент состоит в том, что мы, профессионалы этого рынка, теперь гораздо больше разговариваем друг с другом, постоянно делимся информацией. Надеюсь, что все пройдет с минимальной долей дискомфорта для клиентов.

Нам надо пройти переходный период! У меня сейчас пока нет четкого понимания, как это произойдет. В связи с тем, что регулятор не подготовил документы, неизвестно, когда это произойдет. А поскольку сроки начи-

нают поджимать, то доля беспокойства увеличивается.

Однако все эти вопросы решаемы. Главное сейчас — не снижать скорость и продолжать вместе прорабатывать все детали. Замечательно, что ФСФР приглашает нас на обсуждения, показывает документы, которые готовит. Например, сейчас вместе обсуждаем порядок ведения счетов, чтобы сделать его как можно более практичным и удобным для пользователей.

— Каковы бизнес-цели депозитария ДБ в кратко- и среднесрочной перспективе?

— Наша цель проста — сделать рынок максимально простым и удобным. А если рынок уже прост и удобен, то наша цель — отражать эти простоту и удобство для клиента. А также давать ему максимум правильной и достоверной информации. Это наш вклад в процесс приведения инвестора на национальный рынок. Причем такая цель органично сочетает интересы рынка и наши собственные бизнес-интересы.

Краткосрочная перспектива — пережить становление центрального депозитария. Но замечу, что на этом этапе едва ли не большее значение имеет слияние НРД и ДКК. Например, у ДКК была политика минимальных тарифов, и к ней привыкли многие.

— Но хороший сервис не может быть бесплатным.

— Тарифы надо будет обсуждать. Инфраструктура должна зарабатывать деньги, но здесь должен сохраняться разумный баланс. Денег должно быть достаточно, депозитарий должен жить хорошо, но в меру. Соблюдать принцип золотой середины.

— Имеет ли для депозитария значение качество платежной системы России, и как вы его оцениваете? К чему приведут происходящие сейчас изменения в этой сфере?

— Вполне уместный вопрос. В разговорах о рынке ценных бумаг мы обычно забываем о нашей платеж-

ной системе. Но при работе с иностранцами это имеет огромное значение. Допустим, иностранные клиенты используют долларовый DVP (Delivery Versus Payment) и не переходят на рубль, несмотря на пожелания. Почему это так? Потому что в России приняты расчеты в формате T+0, при котором действует рейсовая система платежей. А рейсовая система иностранцам неудобна. Им нужны валовые расчеты в реальном времени, те, которые в России предоставляет система БЭСП. Это позволяет иностранным клиентам сокращать свои издержки. Но пользователями БЭСП являются не все российские банки, для них она не обязательна для использования. Людей в нее надо привлекать, но административные решения не приведут ни к чему хорошему.

Возможно, имело бы смысл воздействовать на участников рынка экономическими стимулами. Плюс дать возможность взаимодействовать с БЭСП через СВИФТ. Тем более что соответствующий шлюз уже создан.

— Но почему не все банки пользуются БЭСП, если это такая хорошая система?

— Все упирается в деньги, в стоимость сервиса. Валовая система крупных платежей в реальном времени для многих российских банков экономически неинтересна. Иностранцам она подходит в целом, но они ведь хотят встретить там российского контрагента. А российский контрагент ушел в рейс.

Но в целом все происходящее в российской платежной системе я оцениваю как безусловно положительный тренд. Просто не надо ждать мгновенных изменений к лучшему. Пока имеем ту систему, которую заслуживаем.

— Как вы оцениваете состояние проекта по созданию в России международного финансового центра?

— Идея о строительстве МФЦ родилась в тот момент, когда кризис нас еще не достиг, и в обществе существовала идея России как тихой гавани. Потом пришел кризис, из которого мы, кстати, вышли достойно. А идея осталась.

Я этой идее очень благодарна, потому что именно благодаря ей у нас появился центральный депозитарий.

— Как вы оцениваете нынешнее состояние объединенной биржи, ее инфраструктуру?

— Вопрос во многом политический. Я как кастодиан с биржей напрямую не взаимодействую. Но, безусловно, должна понимать ее состояние, потому что это интересует наших клиентов.

Объединение бирж для нас было исключительно положительным моментом, поскольку способствовало созданию центрального депозитария. Единая структура — это во всех смыслах правильно.

Поэтому не хочу критиковать нашу единственную теперь биржу за те чрезвычайные ситуации, которые там сейчас иногда случаются. Лучше выражу радость по поводу того, что в НРД ничего подобного не происходит. Я знаю, какое внимание уделяет НРД проблеме риск-менеджмента, и это обнадеживает.

— В профсообществе существуют разные позиции относительно того, когда следует давать компаниям «Евроклир» и «Клирстрим» возможность открыть счета в центральном депозитарии. Что можете сказать по этому поводу?

— Я уже говорила вначале, что сама моя должность обязывает меня быть лоббистом иностранных клиентов. Российские клиенты сами могут зайти в российский расчетный депозитарий или в реестр, они обращаются к нам за таким сервисом, исключительно имея в виду надежность ДБ как провайдера. И, как я уже говорила, здесь все очень прозрачно: я могу действовать лишь в интересах всей совокупности наших клиентов

Эта логика сейчас приводит нас к вопросу о допуске «Клирстрима» и «Евроклира» напрямую в НРД. Мы ждем соответствующего решения ФСФР. В вопросе о ЦД профсообщество было единым. В вопросе прямого доступа у каждого игрока, присутствующего на локальном российском рынке, есть свои глобальные интересы. Банки-кастодианы зачастую конкурируют с «Евроклиром» и «Клирстримом».

Поэтому ситуация неоднозначная, и я здесь скорее прислушалась бы не к голосу коллег (ведь каждый из них будет лоббировать свои интересы), а к решению регулятора. В конце концов, регулятор руководствуется идеей защиты интересов рынка в целом. ◻

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.

Жизнь в параллельных мирах

Можно ли имитировать рынок; а если да, то как долго этот процесс может продолжаться

О том, какая структура биржевого товарного рынка нефти сложилась в России фактически, можно ли ее усовершенствовать, какую роль в этих процессах может играть государство и каковы ожидания игроков, разговаривают участники круглого стола НАУФОР.

Участники круглого стола: Павел Строков (директор по стратегическому развитию ООО ИАЦ «КОРТЕС»); Алексей Бураков (генеральный директор компании «Алгоритм. Топливный Интегратор»); Роман Львов (заместитель генерального директора ООО «РТС — Тендер»); Илья Мороз (генеральный директор компании «Солид товарные рынки»).

Модератор — Ирина Слюсарева.

— В чем заключаются основные проблемы биржевого товарного рынка нефтепродуктов в России?

Павел Строков. Мы очень хотим, чтобы данный рынок стал более прозрачным и прогнозируемым. Для этого участникам рынка необходимо, в частности, давать определенную информацию. По ценам и объемам. Мы ее, в принципе, даем уже сейчас, но считаем недостаточно полной и совершенной.

Сделано следующее: есть три «опорные» цены, которые обозначила ФАС: внебиржевые, биржевые и нетбэки (мировые цены, приведенные к нашему рынку, с учетом логистики и налогов, по которой условной нефтяной компании на данный момент одинаково выгодно продать продукт что за рубеж, что на внутренний рынок). Зная эту информацию, мы понимаем, какой может быть цена в оптовом сегменте внутреннего рынка нефтепродуктов. Компания «КОРТЕС» уже сейчас в тестовом режиме публикует средние по России индексы цен внебиржевого рынка с учетом деления на европейскую часть, на Дальний Восток и Сибирь, а также по федеральным округам.

Есть индексы RTS Oil, которые рассчитывает и публикует Биржа ММВБ-РТС (с таким же делением). Это и есть те самые нетбэки, средние значения паритетных цен в целом по России,

по ее европейской части, отдельно по Сибири и Дальнему Востоку, в разрезе федеральных округов. Средневзвешенные биржевые цены на основные нефтепродукты также считает и публикует биржа СПбМТСБ.

С конца мая 2012 года компанией «КОРТЕС» будет выпускаться бесплатный и свободный для распространения и использования еженедельный бюллетень «Индикаторы российского рынка нефтепродуктов».

Мы все отлично понимаем, что рынок жив не только сиюминутными ценами. Ему нужно понимание движения вперед. Такое понимание, несомненно, дает срочный рынок, фьючерс. Для нормального существования срочному рынку тоже нужна информационная «подпитка», не только ценовая, но и по объемам. Объемы производства, отгрузок по направлениям, изменениям запасов. Такая информация у Минэнерго есть. Сейчас мы сделаем рабочий макет, где будет отражена ситуация по автомобильным бензинам и дизельному топливу.

Илья Мороз. Павел, извини, я тебя перебью. То, о чем ты сейчас говоришь, правильно, полезно и нужно. Тем не менее я хотел бы сначала поговорить о самом рынке, в частности о биржевом рынке нефтепродуктов, который, собственно, и должен быть поставщиком и фундаментом для формирования ценовых индикаторов, потому как именно на бирже заключаются сделки, за исполнением которых ведется пристальный кон-

троль. Причем как по оплате, так и по поставке, а также количеству, качеству и способу доставки. К сожалению, те тенденции, которые разворачиваются на биржевом рынке, не позволяют говорить о репрезентативном ценообразовании, а скорее, наоборот, — ни для кого из участников рынка не секрет, что биржевые цены подвержены очень серьезным искажениям.

Павел Строков. Готов ответить на твой вопрос. Есть два варианта развития событий. Если мы хотим построить дом, то в идеальном варианте сначала долго ищем место, потом делаем проект с учетом сторон света, потом дальше долго его совершенствуем по фэншую. Второй вариант — когда нам становится совсем плохо жить, то мы быстро находим подходящий проект проект и дорабатываем его под себя.

Мы очень долго ждали воплощения нашего идеала биржевого рынка нефтепродуктов. Надеялись на регуляторов, на сами биржи, на что-то еще. Но чуда не происходит.

Илья Мороз. Не соглашусь. Я считаю, что чудо произошло. После десяти лет безуспешных попыток создания организованного товарного рынка проект СПбМТСБ в части построения биржевого рынка нефтепродуктов доказал, что цель достижима! Ведь никто не будет отрицать, что есть рыночные компании, в частности ТНК-ВР, руководство которых оценило преимущество организованного рынка, есть яркие примеры государственных компаний, так же торгующих в рынок (и «Роснефть» на ранних стадиях формирования биржевого рынка, и «Газпромнефть» в части продажи темных нефтепродуктов, и «Сургутнефтегаз»). Проблема, наверно, в том, что не хватило сил сделать этот дом уютным и открытым для всех, все больше биржа становится похожа на закрытый клуб для избранных, с понятными только для высокого правительства целями и задачами. Наш рынок сегодня, скорее, сильно болен, чем здоров – и надо срочно что-то делать, пока не совсем поздно.

Павел Строков. Мы не дождемся идеала никогда, если сейчас не дадим рынку модель. Главное, о чем я хотел бы поговорить, — может ли та модель, которую мы хотим дать рынку, максимально локализовать проблему? Или чего-то будет не хватать уже заранее?

Проблему надо сейчас локализовать, а уж потом мы начнем говорить про то, что имеющийся торговый биржевой показатель нехорош. Это уже следствие. Мы приведем доводы, почему он нехорош, и будем пытаться сделать так, чтобы он был если не идеальным, то рабочим.

Это же касается индикаторов внебиржевого рынка. Или еще каких-то показателей.

Сейчас, например, есть данные об изменении остатков запасов по автомобильным бензинам «в целом», без деления по маркам. Но и эта информация, правильно спозиционированная и свободно подаваемая на рынок, будет для этого рынка прорывом. Ну а дальше будем работать над совершенствованием этой информации.

Вот такая тактика, на мой взгляд. Надо вначале создать, а потом уже совершенствовать. В данных условиях мне кажется это правильным, ждать дальше не имеет смысла.

Скоро появится еженедельник по индикаторам. Биржа ММВБ-РТС готова участвовать в этой затее, «КОРТЕС» готов участвовать, в присоединении Биржи СПбМТСБ тоже не сомневаюсь.

Алексей Бураков. К вопросу, болен рынок или здоров. Если отделить истории про дотирование сельхозпроизводителей за счет других потребителей, если пытаться игнорировать существование абсолютной монополии на инфраструктуру — переработку, прокачку, хранение — тогда да; можно говорить, что, в общем, остальная часть рынка здорова. Вопрос в том, каков размер этой части и насколько она независима от того, что происходит якобы за ее пределами?

— Вы имеете в виду, здорова ли система добычи?

Алексей Бураков. Нет. У нас монополизирована переработка. Это означает, что нормального, полноценного рынка нефти не существует, потому что нет достаточного количества покупателей, кроме тех структур, которые ее добывают. Дальше в значительной степени монополизирована инфраструктура. Это прежде всего прокачка по трубопроводам (дешевая альтернатива железным дорогам) плюс большая часть объектов хранения, которая не была куплена или построена нынешними собственниками, а в свое время досталась им в наследство. Хотя она и модернизировалась, но тем не менее.

Мы параллельно существуем в двух вселенных. С одной стороны, у нас есть Санкт-Петербургская международная товарно-сырьевая биржа (СПбМТСБ), которая изо всех сил пытается быть биржей, несмотря на то, что акционерами являются производители-монополисты, крайне не заинтересованные в ее существовании. С другой стороны, мы ежедневно боремся со странными региональными историями: здесь нам не подписывают договор; здесь с нас требуют указать, для какого потребителя мы хотим привезти товар; здесь нам отказываются прокачивать; здесь нам отказываются выгружать в тот или иной регион. То есть никакого отношения к рынку это вообще-то не имеет, это внутренние разборки нефтяников.

Но мы активно путаемся у них под ногами. И, на мой взгляд, процесс имитации рынка (так же, как имитации его развития) может продолжаться бесконечно долго. Если называть

вещи своими именами, то происходит оттягивание того момента, когда все окончательно умрет, и правительство совершенно обоснованно скажет игрокам: «Утомили. Вот вам тарифная сетка, вот столько-то поясов, такие-то цены. Все».

Серьезные западные аналитические институты, кстати, не видят в этой схеме ничего страшного.

Они говорят следующее: вы — экспортоориентированная страна-производитель, и значительная часть денег находится за пределами вашей страны. Поэтому мало того, что мы (как институты, базирующиеся на этих нефтяных деньгах) не сильно заинтересованы в развитии вашего внутреннего рынка, так мы еще и считаем, что вам это навредит, потому что наверняка придется пожертвовать экономической силой ваших игроков на международном рынке.

— Почему развитие конкуренции навредит?

Алексей Бураков. Потому что есть простая дилемма. Можно сделать одну национальную суперкомпанию — какой-нибудь «Росгазпром». И она объективно будет сильнейшим игроком на международном рынке. Но при этом о конкуренции внутри страны можно забыть: компания одна. Либо мы создаем внутри страны конкуренцию, но тогда должны существовать пять-шесть компаний, которые на мировом рынке будут середнячками. Из этого следует простая вещь: государство должно определиться. Если оно хочет суперкомпанию, которая является инструментом для экспансии на зарубежные рынки и инструментом внешней политики — тогда не надо тратить время и усилия на всю эту возню с биржами, развитие конкуренции и социальную политику. Как раз наилучшей социальной политикой будет централизованное установление цен по регионам — наше население именно этого и ждет. Здесь есть, правда, некоторые проблемы. Государство все равно не

сможет сделать цены сильно ниже, чем в сопредельных государствах — граница слишком протяженная, вывезут. Другая проблема — это то, что государство как драйвер инновационного роста и качественного развития у нас плохо работает. То есть российская нефтяная суперкомпания может не оправдать ожиданий там, где необходима конкуренция технологий и знаний.

Если государство все-таки захочет двигаться к рынку, тогда ему придется отказаться от некоторых приятных вещей, как, например, диктовка цен нефтяникам (потому что это каждый раз частично умерщвляет рынок).

И согласиться с некоторыми неприятными вещами, как, например, то, что биржа — это не место встречи производителя и потребителя, а площадка для уменьшения транзакционных издержек профессиональных участников рынка. И ни производителю, ни потребителю на бирже делать совершенно нечего. Тем более что в нашей ситуации они и так друг друга прекрасно знают. И те, и другие не заинтересованы в прозрачной биржевой цене, потому что потребитель хочет эксклюзивно низкую цену, а производитель хочет монопольно высокую цену, и оба они не склонны ее обнародовать. И тем, и другим биржа ни к чему.

— Тогда кому биржа нужна?

Алексей Бураков. Для того чтоб биржа существовала, она должна быть создана профессиональными участниками рынка, значит, для начала эти профессиональные участники рынка должны существовать. Как минимум необходимо создавать почву для того, чтоб они (профучастники) произрастали. Надо создавать отдельное законодательство для товарных рынков, потому что это другой рынок, он по-другому живет, у него другие законы, все другое. У него другая логистика, там не происходит мгновенного зачета требований на депозитарий. Этот рынок

подвержен товарным рискам. Все это требует определенных изменений в законодательстве.

Далее. Государство должно способствовать (пряником, кнутом, силой, ограничениями, лаской), чтобы на наш нефтяной рынок заходил внешний потребитель. Это неочевидная задача, потому что никто в мире ее до конца решить не смог. Но для нас нефтяные деньги являются фундаментом бюджета. И в нашем случае существуют внутренние мотивы для того, чтобы приложить усилия и попробовать хотя бы кого-то с внешних рынков затащить на российский. Это можно сделать комплексом мер, можно вписать в стратегию превращения Москвы в международный финансовый центр. И это даст сумасшедший синергетический эффект — для укрепления рубля, хотя бы для его стабильности (раз уж он де-факто привязан к стоимости нефти). Если можно купить нефтепродукты внутри страны только за рубли, то логично возникает рынок рублей.

Сейчас существует неопределенность со стороны государства, поскольку оно заявляет, что у нас рынок, но торговать надо по фиксированной цене. А потом оно говорит: ну какой у нас рынок, ведь 50% нашего бюджета — это нефтяные деньги. Поэтому государство обязано контролировать недра, контролировать шельф, контролировать акционеров нефтяных компаний. Но с такими параметрами это, извините, не рынок. Если ты диктуешь производителю цену, то становись владельцем этого производителя и неси ответственность за его прибыль. Если же ты не акционер нефтяной компании, то организуй тогда законодательное поле, гарантируй, что закон будет действовать пять-десять лет и оставь акционерам возможность самим решать, играть по этим правилам или нет.

Павел Строков. А ты серьезно рассчитываешь, что власти могут так сделать с нефтяной отраслью? Что такое поле — 50% бюджета — они могут отдать для «проекта» формирования рынка? Вполне понятно, что будет в нашем государстве с этими 50% рынка через десять лет. Через десять лет их не будет.

Ты говоришь реальные вещи, мне все очень нравится. У меня только один вопрос: ты считаешь, что к вопросу создания ценовых индикаторов надо приступать уже после того, как появится этот желанный нами рынок? Нам надо ждать?

Алексей Бураков. До индикаторов еще вообще дело не дошло. Мы сейчас начинаем спорить о том, что важнее, яйцо или курица. Я никаких заявлений на эту тему еще не делал.

Сложность заключается в том, что и тот, и другой сценарий неочевидно хорош для страны. Потому что, с одной стороны, есть понятная история про 50% бюджета, а с другой стороны, есть понятная история о том, что национализация применительно к нашей стране, скорее всего, вредна. Особенно она вредна в контексте того, что каждый день на протяжении десяти лет государство говорит об одном и том же: мы хотим избавиться от участия в капитале компаний…

— Что-то оно все говорит да говорит, но никак не денационализирует.

Алексей Бураков. Какие возможны сценарии? Понятно, что попытка найти середину между этими двумя парадигмами приводит к зыбкости и неопределенности последних трех-пяти лет. Вроде биржа как бы есть, но она какая-то государственная. Тогда давайте так и скажем: МТСБ — государственная биржа. Звучит странно, но это правда. Потому что акционерами этой биржи де-факто являются государственные компании. Более того, управляется она де-факто государственными чиновниками. Но биржа и государство с очевидностью конфликтуют по самой своей природе.

Илья Мороз. Собственно, благодаря тому, что именно так все и устроено, мы наблюдаем, что биржа теряет свои позиции. Объемы торгов падают, объем рыночных продаж падает угрожающими темпами…

Алексей Бураков. И биржа стала тем, чем не должна была становиться. Я предупреждал об этой опасности три года назад. Если ускорять роды путем государственного вмешательства (то есть не давать времени на естественное созревание), то на выходе появится инструмент, который будет способствовать не развитию рынка, а легитимизации цен. Которые не рынок определяет, а назначает чиновник.

А биржа в итоге не выполняет свои классические функции.

Если говорить о рынке как сообществе равноправных участников, то биржа — это площадка для снижения издержек. В действительности же та биржа, о которой мы говорим, сегодня увеличивает издержки. То есть при работе напрямую с любой из нефтяных компаний транзакционные издержки заведомо ниже, чем при работе с биржей. Потому что биржа не делает того, что должна: она не делает этот процесс анонимным, но вдобавок сильно его усложняет.

Работая через биржу, ты ухудшаешь и сроки отгрузки, и сроки оплаты, и цену, и качество исполнения заказа. Если сейчас совсем ничего не трогать, то биржа заматереет, окончательно превратится в клуб-междусобойчик. При этом на нее будут ссылаться, компания «Кортес» на ее основе будет делать индексы, РТС будет эти индексы публиковать. Все будут хмуриться, смотря на эту цену, и эта цена никакого отношения к рынку иметь не будет.

— А можно что-то изменить?

Алексей Бураков. У рынка, как у любой системы, есть определенные необходимые элементы. Если у меня нет головы, я не человек. У рынка, если он действующий механизм, должны быть следующие элементы: 1) функционирующий биржевой инструмент, 2) профессиональное сообщество, 3) законодательное поле и 4) информационный фон. Если биржи нет, то вся остальная история становится предельно странной, потому что если нет биржи (как платформы для существования посредников), то значит, нет профессионального сообщества. Трейдеры из 90-х не могут являться основой рынка, потому что они торговали неосведомленностью клиента о ценах и эксклюзивным доступом к телу продавца. Они по определению не могут являться профессиональным сообществом, потому что призваны не уменьшить транзакционные издержки между производителем и потребителем, а увеличить их за счет сокрытия информации. И они-то как раз не будут способствовать развитию информационной среды.

Раз нет биржи, и нет профессионального сообщества, то никому не нужно законодательное пространство. А раз этих трех элементов нет, то какая может быть информационная среда!

Вспомним конец 90-х и начало 2000-х. Рынок нефтепродуктов криминален, коррумпирован, закрыт, непрозрачен, цены засекречены, и вообще на нем опасно жить.

Вот и весь информационный фон.

Павел Строков. Компания «КОРТЕС» с 1991 года пытается обеспечивать информационную прозрачность на нашем российском рынке нефти и нефтепродуктов, каков бы он на данной степени развития ни был. И мы все время даем те ценовые ориентиры, которые этому рынку свойственны на данном этапе его развития.

Алексей Бураков. Речь не о том, как это работало тогда и сейчас, а о том, что нужно делать и на чем концентрировать усилия по дальнейшему развитию.

Мое личное мнение, что есть две очень важные вещи. Первая — это профессиональное сообщество, которое очень мало, но оно пока еще есть. Вторая — это законодательное поле. Его пока никто особо не развивает, но ни у кого и не поднимется рука препятствовать развитию.

И надо собирать, холить, лелеять, селекционировать профессиональных участников, которые в потенциале смогут либо изменить правила на этой бирже, накопив мышечную массу...

Павел Строков. ...либо создать новую биржу.

Алексей Бураков. Либо создать новую биржу. Необходима публичная инициатива.

Илья Мороз. В условиях монополии на добычу, переработку, транспортировку, практически уже монополии на сбыт о какой новой инициативе мы можем говорить? Мы можем говорить про какой-то вторичный рынок. Какие-то точки, очаги жизни. Но без начального ресурса, без рыночного предложения товара довольно-таки тяжело об этом говорить. И здесь я хотел бы передать слово Роману, потому что у него сейчас, как я понимаю, выстраивается определенное видение относительно других товарных площадок.

Вот как там идут дела? Что можно было бы позаимствовать? Или не из чего заимствовать пока?

Роман Львов. Спасибо за возможность высказаться, я рад принять участие в такой интересной дискуссии. Анализируя опыт своей многолетней работы в нефтяной отрасли и на биржевом товарном рынке, я пришел к неутешительному выводу о том, что все попытки государства достичь быстрого результата по созданию организованного рынка нефтепродуктов не оправдали ожиданий. Биржевой топливный рынок пытались строить «по приказу», непоследовательно, перепрыгивая через необходимые этапы естественной эволюции и воспитания профессиональных игроков этого рынка, при пассивной позиции государства в процессе выработки рыночных правил и механизмов. Тем не менее, я считаю, что полученные результаты в будущем биржевом строительстве необходимо использовать — в качестве примера того, как действовать не нужно.

Мне кажется, что сейчас пришло самое время признать допущенные ошибки, отойти на шаг назад и все-таки начать процесс последовательного выстраивания организованного товарного рынка. Начать с проведения большой разъяснительной полевой работы с теми хозяйствующими субъектами, которые впоследствии должны стать главными интересантами развития рынка и инициативной группой поддержки, на базе которой можно будет построить в перспективе и биржу. Речь идет о том, что биржевые механизмы необходимо взращивать с простых, общедоступных и нерегулируемых форм организации рынка: введения внебиржевой электронной торговли, электронного документооборота, который упрощает работу трейдеров, экономит временные и материальные издержки.

В частности, зерновой товарный рынок, на котором я сейчас работаю, имеет в себе сейчас несколько таких инициативных групп. К счастью этот рынок не так монополизирован, как рынок нефтепродуктов, количество

независимых рыночных участников там намного больше. И на базе инициативной группы участников рынка уже около года существует проект по развитию внебиржевой электронной торговли с реализацией ряда законодательных инициатив.

Будет ли проекту сопутствать быстрый успех — пока загадывать не возьмусь, поскольку на зерновом рынке регулирующая роль государства также очень высока. Но, с другой стороны, на государственном уровне существует четкое понимание проблем сельхозтоваропроизводителей, активно реализуются мероприятия в рамках стратегии продовольственной безопасности страны. Зерновой рынок имеет, на мой взгляд, больше перспектив его естественной самоорганизации, поэтому через несколько лет эта инициатива вполне может увенчаться успехом в форме создания достоверных ценовых индикаторов, стандартизованных производных инструментов, фьючерсных контрактов, которые уже можно будет предлагать для торговли на отечественном биржевом рынке.

— Получается, что поскольку рынок зерна не является олигопольным, то на нем все происходит «веселее». Но если вернуться к рынку нефтепродуктов, то как ваши выводы можно к нему применить? Кстати, можно ли их там вообще как-то применить?

Роман Львов. На самом деле я уже устал повторять, что в нашей ситуации та дойная корова — рынок продукции ТЭК, — которая позволяет государству извлекать огромные дополнительные доходы, не может остаться без руководящей и регулирующей роли государства. Государство же пока, к сожалению, так и не нашло оптимальной модели рыночного саморегулирования нефтяной отрасли. Поэтому отказаться от необходимости регулярного вмешательства в этот рынок государство в ближайшей перспективе вряд ли будет готово.

Отказаться от регулирования рынка продукции ТЭК, дающего львиную долю ВВП и являющегося социально значимым и социально чувствительным товарным рынком, государство вряд ли сможет себе позволить.

— Алексей еще в самом начале сказал, что государство должно определиться с моделью рынка.

Алексей Бураков. Либо туда бежать, либо сюда, а то мы как-то в противоположные стороны бежим.

Павел Строков. Нет, на самом деле ты неправ. Мне кажется, что в этой ситуации больше прав, наверно, Роман. Каждый царь силен своей казной. И эту казну «на рынок» без гарантий никто не отдаст. Этот сегмент всегда будет контролируемым. Он контролировался бы достаточно просто, если бы продукты, которые на этом рынке производятся, не имели большой социальной значимости. Здесь происходит перехлест интересов. С одной стороны, для наполнения бюджета выгодны высокие цены, с другой стороны, на внутреннем рынке нефтепродукты не могут стоить дорого, потому что эта ситуация вызовет негативную реакцию населения.

Мне кажется, что есть все предпосылки для того, чтобы создать полноценный зерновой биржевой рынок. Вот там, скорее всего, он с большей долей вероятности появится.

Роман Львов. Мне хотелось как раз добавить еще несколько слов по зерновому рынку. Отличительная особенность этого рынка, которая дает нам теоретическую надежду на успешное развитие на нем рыночных механизмов, состоит в том, что на зерновом рынке происходит реальное импортозамещение, импортная альтернатива поставкам отечественной продукции. Особенно актуальной эта проблема становится сейчас, после присоединения России к ВТО. Если

мы сами мясо или молоко не сможем производить и предлагать по конкурентным ценам, то поставщики импортного продовольствия предложат нам покупать продукты зарубежного производства. Эта особенность отличает зерновой рынок от рынка нефти и нефтепродуктов, где реальной возможности импортозамещения просто не существует, нет ни экономической целесообразности, ни логистических возможностей.

У государства есть стимул сделать больше хорошего для отраслей с реальным импортозамещением. Если этого не делать и не стремиться делать — это очень чревато потерей рабочих мест, позиций на рынке. Поэтому государство уделяет большое внимания поддержке сельского хозяйства и регулированию смежных отраслей — путем различных вливаний через субсидии, льготное топливо, регулирование экспорта. В итоге все идет к тому, что сельскохозяйственный рынок все же должен будет когда-то самоорганизоваться и перестать просить у государства денег.

Алексей Бураков. Поддержу мысль Романа, что зерновой рынок гораздо быстрее состоится как раз потому, что государство не сильно обращает на него внимание. И у участников этого рынка есть шанс организоваться и сделать как самим хочется.

Тогда как на рынке нефтепродуктов все постоянно находятся под прицелом «четверговых» заседаний Минэнерго. Что там случилось в этот раз? Создаем запасы? распродаем запасы? экспорт прикручиваем? пошлину меняем?

Илья Мороз. Я постоянно сводки читаю. Если в сельском хозяйстве уборочная раз в год, то у нас раз в неделю.

Павел Строков. Мы уже договорились до того, что внутренний рынок нефтепродуктов неперспективен именно как «рынок».

Алексей Бураков. Ну состоится зерновой рынок или не состоится. Друг на друга какое они влияние оказывают? Мне кажется, вообще никакого.

Павел Строков. Можно я тогда задам вопрос? Мы сейчас поговорили про зерновой рынок, поговорили про нефтяной. Можешь мне назвать хотя бы один из сопоставимых товарных рынков, который, на твой взгляд, состоялся? Вот мы насчет нефтяного сомневаемся, не находим там перспективы.

А на зерновом рынке перспектива есть. То есть если его не успеют зарегулировать, то при таких-то условиях можно сделать там некое подобие рынка, который, может быть, успеет пройти через точку невозврата, и его будет сложно опрокинуть. А есть ли хоть один товарный рынок, который в нашей стране можно назвать работающим именно как организованный рынок?

Илья Мороз. Ни одного. Нет организованного рынка удобрений, нет рынка угля, нет рынка металлов, нет леса, газа, мяса, драгметаллов и так далее.

Павел Строков. Из того, что ты назвал, абсолютное большинство — это экспортоориентированные отрасли и производства.

О чем мы здесь разговариваем? Давайте выделим тот сегмент товаров, на котором биржевой рынок построить можно. Мы перечислили то, что для нас является важным, стратегическим, хорошим, но все понимают, что организованный рынок на этих вещах построить маловероятно. Выделили вот зерно, на котором можно и нужно быстро-быстро что-то строить, а потом уже говорить, что он живет.

Есть ли еще такой товар?

Роман Львов. Рынок электроэнергии, например.

Павел Строков. Так этот рынок заработал? или он умер?

Алексей Бураков. Он есть. И он гораздо более здоров в своей генетике, чем тот же нефтяной рынок. Там есть законодательное поле.

Павел Строков. Там успели его создать?

Алексей Бураков. Не успели, а просто взяли и создали сверху. Там теперь есть законодательное поле, которое способствует появлению профессиональных посредников. Как только накопится критическая масса этих посредников, как только они разберутся с механизмами взаимодействия генерирующих мощностей и сетевой компании, как только с рынка уйдут очевидно коррупционные вещи, то участники этого сообщества тут же создадут биржу, которая будет настоящей биржей. Это вопрос времени.

Видишь, по какому пути они пошли. Создали законодательное поле. Определились с отраслевой стратегией — генерация отдельно, сбыт отдельно.

Если бы ту же модель применили в нефтянке и сказали, что лицензия на добычу нефти не должна совмещаться с лицензией на нефтепереработку и также не может совмещаться с лицензией на сбыт нефтепродуктов. Вот тогда бы это сработало — если бы на законодательном уровне сказали, что генерация, транспортировка и сбыт — это три разные отрасли.

Роман Львов. Да, действительно, очень хорошим примером правильного выстраивания в России отдельно взятого товарного рынка стало принятие специального законодательства по рынку электроэнергии, в рамках кото-

рого был сформулирован понятийный аппарат и определены все необходимые субъектные и инфраструктурные правила функционирования рынка электроэнергии. Процесс же приватизации предприятий нефтяной отрасли был завершен намного раньше, чем начали говорить о необходимости формирования целостной концепции развития товарных рынков.

Алексей Бураков. Что касается рынка нефтепродуктов. Мы пришли к заключению, что у рынка электроэнергии хорошие перспективы как раз потому, что там сначала появилось законодательство, которое способствовало появлению профессиональных посредников. Там государство определилось, куда оно идет.

Роман Львов. Извини, я хотел бы тебя дополнить. Второй положительный пример в пользу того, что вначале должен быть федеральный закон — это законодательство о госзакупках (№ 94-ФЗ). Этот закон, пусть и несовершенный, но свою великую историческую миссию выполнил. Он ввел в обычную практику прозрачные конкурентные процедуры и электронные формы контрактования для государственных и муниципальных заказчиков. В перспективе ему на смену может прийти федеральная контрактная система (ФКС), которая учтет все обнаруженные недочеты, сохранит положительные наработки сегодняшнего закона о госзакупках…

Алексей Бураков. …и докрутит все недокрученные возможности.

Павел Строков. Если сейчас все-таки усилиями НАУФОР или еще какими-либо комплексными усилиями будет совершена попытка создания законодательной базы с упором именно на товарный рынок и с перспективой создания такого рынка по нефтепродуктам, то насколько велики шансы?

Илья Мороз. Сейчас уже есть проекты закона об обороте нефти и нефтепродуктов и закона о ценообразовании. То есть два законопроекта.

Павел Строков. Эти законопроекты разработаны ФАС. У Минэнерго были какие-то вопросы. Но как мне кажется, эти вопросы потихоньку сходят на нет. И сейчас происходит очень интересная вещь — мы выходим на ситуацию «контролируемого» рынка.

Алексей Бураков. Да. Объясню почему. Это вынужденная мера. Федеральная антимонопольная служба начинает производить законы. Однако это служба, контролирующая исполнение законов, но не имеющая права их создавать. Это как если бы Федеральная налоговая служба стала определять ставки налогов. ФАС взяла на себя роль ведомств — МЭР и Минэнерго. Это как раз министерства должны были генерировать законодательство, за соблюдением которого должна следить ФАС. Но ФАС это делает самостоятельно и достаточно однобоко.

Павел Строков. Она это делает для реализации тех функций, которые ей как службе присущи.

Алексей Бураков. Все правильно. Если обустройство границы поручить пограничнику, то он построит бетонный забор высотой метров десять, чтоб даже птица не пролетела. И тогда его функция будет соблюдена на 100%. ФАС пытается на законодательном уровне искоренить любые поползновения, связанные с манипулированием ценами. Но возможность влиять на цены — это фактически и есть рынок. При этом на ФАС сверху давят не в контексте того, чтоб сделать цены свободными и прозрачными, на нее давят сделать так, чтобы цены не росли. Эти две задачи ничего общего друг с другом не имеют, поэтому ФАС делает это так, как понимает. Служба обязана следить за соблюдением антимонопольного законодательства. Но если она сама пишет закон, то может написать его таким, чтоб было удобно контролировать, а не таким, по которому нормально будет жить участникам рынка.

Это на самом деле очень яркое свидетельство тому, что просто нет другой законодательной инициативы.

Павел Строков. Тогда второй вопрос. Что лучше – отсутствие рынка или рынок контролируемый?

Илья Мороз. Это тождественно.

Алексей Бураков. А что лучше вот сейчас — наличие биржи СПбМТСБ или ее отсутствие? Такая биржа сейчас есть, и она фактически становится инструментом легитимизации цен. Ее могло бы не быть, и цены могли бы быть такими же, но они бы устанавливались, например, департаментами сбыта нефтяных компаний.

Павел Строков. На самом деле я с вами и соглашусь, и не соглашусь. Соглашусь в том, что мы не получили быстрого, положительного и яркого результата, которого все ждали от создания этой структуры.

Илья Мороз. Не соглашусь: результат получился очень яркий. Загорелся такой фейерверк. Все — вау! И — ничего нет.

Павел Строков. Тогда давайте конкретизируем, для кого этот результат был положительным.

— Илья не сказал “положительный”, он сказал “яркий”. И все.

Павел Строков. Можно относиться к факту негативно или позитивно, но биржа существует. Это факт. Есть два варианта. Первый — не принимать ее.

Второй — принять и пытаться сделать хоть немного, но более правильной и работающей.

Алексей Бураков. Паша, попробуй заставь моих сотрудников вредить мне как 100%-ному акционеру компании, в которой они работают. Какие у тебя варианты? Какие варианты у менеджеров биржи навредить своим акционерам?

Павел Строков. Ты же сам недавно дал ответ на этот свой вопрос «что делать?». Законодательная инициатива.

Алексей Бураков. Это именно то, о чем я говорю. Надо делать законодательство отдельно для товарных рынков. И прописывать там все аспекты. Что такое цена? кто такие профессиональные участники товарных рынков? какой должна быть товарная биржа? И так далее.

Павел Строков. В самом начале разговора ты сказал, что за то время, пока ты ждешь отгрузки по одной сделке, заключенной на бирже, на внебиржевом рынке у тебя проходит гораздо больше сделок. Уже обозначился некий предмет для попыток совершенствования.

Алексей Бураков. Проблема вот в чем. Самим фактом своего существования биржа СПбМТСБ закрывает вопрос о существовании биржи как таковой. Объяснение, что это не совсем правильная биржа, уже никто не слышит.

Павел Строков. На основании чего можно сделать вывод, правильная это биржа — это нет? Какие критерии и индикаторы существуют для этого? Кроме ценовых индикаторов, они уже есть.

Алексей Бураков. Я обозначил очень четкий критерий: биржа — это место встречи профессиональных участников рынка и инструмент снижения издержек. На сегодняшней бирже меньшинство – это профессиональные участники рынка, потому что большинство — это нефтяные компании. И биржа не уменьшает издержки, а увеличивает.

Илья Мороз. Я бы уже хотел сводить нашу дискуссию к финишу.

На самом деле она мне понравилась. Мы нащупали, что необходимо менять законодательство, что оно стоит во главе угла. Теперь надо, наверно, озвучить, а что должно произойти, чтобы законодательство появилось?

Здесь я хотел бы вернуться к НАУФОР. На сегодняшний день у нас как товарных брокеров есть маленький рабочий орган, за которым формально никто не стоит. НАУФОР — другое дело, это организация, которой 400 юридических лиц делегировали определенные полномочия, и она отстаивает интересы участников рынка.

Может быть, можно объединить усилия?

Алексей Бураков. Сказать брокерам: «Ребята, есть перспектива создать серьезный рынок, на котором вы могли бы стать очень серьезными игроками. И ваш голос будет услышан и донесен куда нужно».

— Вы имеете в виду, что ваш призыв создать биржевой рынок нефтепродуктов должен быть обращен, в том числе, к участникам фондового рынка? Особенно учитывая, что сейчас условия выживания для мелких финансовых компаний не самые лучшие.

Алексей Бураков. Нужно достаточно мощное лобби, способное хотя бы на равных противостоять лобби нефтяных компаний. Ведь почему рынок до сих пор не может вырасти из маленького росточка — потому что позиция нефтяных компаний очень сильно консолидирована и очень ярко выражена. У них достаточно мощный лоббистский ресурс везде.

С другой стороны, потребители и участники рынка каждый сам по себе. Нет представительской функции, нет того самого пресловутого профсоюза. И в этом плане нужно искать союзников в виде мощных лоббистов. Финансовые компании, особенно первая десятка, — это мощный лоббистский ресурс.

— А брокерам это зачем?

Илья Мороз. У каждого серьезного банка есть гигантское количество клиентов, которых они финансируют, и которые, в конечном счете, сами завязаны на энергоносители.

Алексей Бураков. Конечно. Возможность хеджа финансовых рисков — это ключевая вещь. Нужно привлекать потенциальных игроков. Первую линейку. Которые будут играть и рисковать, которые будут держать позицию, а не просто делать арбитраж, которые будут ее формировать.

Нам нужна первая группа людей, готовых рискнуть и ради этого риска готовых лоббировать какие-то законодательные вещи, чтобы стать первыми на рынке.

Илья Мороз. И делать это, скорее всего, придется, не в рамках существующей инфраструктуры организованного рынка. Сообщество должно само организоваться.

Виктор Коновалов
заместитель директора «Интерфакс-ЦЭА»

Русские горки

После двух месяцев активного роста рынок акций РФ в марте оказался в аутсайдерах среди emerging markets

Российский рынок акций после двух месяцев активного роста в марте оказался в группе аутсайдеров среди emerging markets, для которых агентство Standard & Poor's рассчитывает страновые инвестиционные индексы S&P/IFCI. Снижение российского индекса S&P/IFCI в марте составило 5,6% (пятый с конца результат из 21 фондового индикатора emerging markets).

Примечательно, но в группе аутсайдеров оказались все фондовые рынки стран БРИК. Лидерами же повышения стали фондовые рынки Филиппин и Мексики .

Примечательно, но в группе аутсайдеров оказались все фондовые рынки стран БРИК, в частности падение китайского рынка составило 6,3%, бразильского — 6%, индийского — 5,5%. Лидерами же повышения стали фондовые рынки Филиппин (+5,4%) и Мексики (+4,1%).

Если же брать итоги квартала, то здесь фондовый рынок России оказался в «середнячках» с показателем роста в 18% (9-й результат), индийский рынок при этом вырос на 20%, бразильский на 14,4%, китайский на 11,2%.

Рынок акций РФ

Весна на рынке акций РФ началась с умеренной коррекции вниз на новостях от Федеральной резервной системы (ФРС) США, однако продажи сдерживались ростом индексов в Европе и США благодаря неплохой американской статистике. Глава ФРС США Бен Бернанке заявил, что считает обоснованным сохранение стимулирующих мер в американской экономике, несмотря на некоторое снижение безработицы, и ожидает, что рост цен на нефть может привести к временному увеличению инфляции.

Позитивом для Европы стали успешные размещения гособлигаций Франции и Испании, а также решение Международной ассоциации свопов и деривативов (International Swaps and Derivatives Association, ISDA) о том, что оснований для начала выплат по кредитным дефолтным свопам (CDS) на госдолг Греции пока нет. Кроме того, поддержку российскому рынку оказывали высокие мировые цены на нефть, которые взлетели до новых годовых вершин на новостях иранского телевидения о взрыве на трубопроводе в Саудовской Аравии.

Новый скачок вверх российского рынка акций произошел после уверенной победы Владимира Путина на президентских выборах, состоявшихся 4 марта. Однако уже 6 марта рынок продемонстри-

В этой статье:

Влияние внешних факторов на российский рынок акций.

Отрицательный фон конца квартала.

Факторы движения евробондов РФ.

ровал рекордное за три месяца падение отечественных индексов (порядка 4%) на внешнем негативе и новостях от агентства Fitch о рисках для российской экономики после президентских выборов. Агентство Fitch сообщило о сохраняющемся политическом риске в России, поскольку есть неопределенность относительно того, каким образом страна будет менять свою политическую систему и каким будет ответ политиков и бизнеса на возможный рост протестов против В. Путина. Инвесторы были напуганы возможным снижением рейтинга России, поскольку финансовые и политические риски были основными факторами, повлиявшими на решение Fitch изменить прогноз рейтингов России на «стабильный» с «позитивного» в январе 2012 года.

В свою очередь мировые площадки также подавали негативные сигналы: Испания повысила целевой показатель бюджетного дефицита на 2012 год (до 5,8% ВВП, тогда как ранее с Еврокомиссией был согласован уровень в 4,4%), власти Китая приняли решение о снижении целевого уровня экономического роста (Госсовет КНР в этом году ожидает рост ВВП на 7,5%, что является самым низким показателем с 2004 года; в 2011 году рост ВВП составил 9,2%). В Европе негативом стал вышедший индекс менеджеров закупок (PMI) еврозоны, упавший в феврале сильнее ожиданий (показатель для сектора производства и сферы услуг снизился до 49,3 пункта с 50,4 пункта в январе) и опасения относительно успешности процедуры обмена греческого долга. Частным держателям гособлигаций Греции было дано время до вечера 8 марта, чтобы определиться с вопросом о добровольном участии в реструктуризации госдолга.

Рынок акций РФ 7 марта скорректировался вверх вместе с Европой после сильного падения в предыдущий день, поддержку оказали новости по греческим свопам и статистика из США (индекс занятости ADP Employment вырос на 216 тыс. рабочих мест при прогнозах роста на 215 тыс.). За время выходных в России 8-9 марта ситуация на мировых площадках улучшилась, что позволило российскому рынку отскочить вверх в воскресенье 10 марта, индексы РТС и ММВБ превысили 1700 и 1600 пунктов соответственно.

Свыше 80% частных кредиторов Греции согласились на реструктуризацию. При этом правительству Греции не удалось добиться согласия 90% частных кредиторов, которое вынудило бы остальные 10% в рамках закона участвовать в обмене в обязательном порядке. В результате все 15 членов ISDA постановили, что это событие является основанием для требования о реализации кредитных дефолтных свопов на гособлигации Греции. Международное рейтинговое агентство Fitch Ratings, последовав примеру Moody's и Standard Poor's, понизило рейтинг Греции с уровня «C» до «RD» (ограниченный дефолт).

Годовых максимумов российский рынок акций достиг в середине месяца на фоне роста мировых площадок. В частности, министры финансов еврозоны (Еврогруппа) объявили о достижении принципиального соглашения о предоставлении Греции второго пакета помощи. Международное рейтинговое агентство Fitch повысило долгосрочный суверенный рейтинг Греции сразу на четыре ступени — с уровня «ограниченный дефолт» до «B-». Индекс доверия ZEW к экономике Германии, отражающий ожидания на ближайшие полгода, вырос в марте до 22,3 пункта (максимум с декабря 2010 года) при прогнозах роста до 10 пунктов с февральского уровня 5,4 пункта. Розничные продажи в США в феврали выросли на 1,1%, как и ожидалось, а январский прирост был повышен до 0,6% с 0,4%. В свою очередь ФРС сохранила базовую процентную ставку на уровне 0–0,25% годовых и подтвердила, что исключительно низкий уровень процентных ставок будет поддерживаться, по крайней мере, до конца 2014 года, как было объявлено в январе. Оценка ФРС рынка труда США стала более позитивной по сравнению с январем, улучшилось и мнение руководителей ЦБ о капиталовложениях компаний. Прогноз экономического роста на ближайшие кварталы также изменился в сторону повышения — теперь ФРС характеризует ожидаемые темпы роста как умеренные. Эти заявления инвесторы восприняли с оптимизмом, несмотря на то, что ФРС не дала намеков на будущие программы стимулирования.

Кроме того, стресс-тесты, проведенные ФРС, показали, что 15 из 19 крупнейших банков США сохранят достаточный уровень капитала даже в случае наступления глубокой рецессии.

Падение в конце квартала

После этого динамика рынка акций РФ заметно ухудшилась, и в течение последних двух недель месяца на рынке отмечались продажи в рамках фиксации прибыли инвесторами, которые воспользовались ухудшением ситуации на мировых рынках капитала, прежде всего развивающихся стран и Европы. В частности, давление на рынки оказали предупреждения Международного валютного фонда о рисках замедления экономического подъема в странах с развивающейся экономикой.

Продажи на фондовых площадках подогревались также опасениями, что экономика Китая в скором времени испытает так называемую «жесткую посадку» — резкое замедление темпов роста. Правительство КНР, второго в мире потребителя топлива после США, повысило цены на бензин и дизельное топливо второй раз менее чем за шесть недель, что позволило экспертам ожидать возможного замедления развития экономики страны. Индекс менеджеров закупок (PMI) Китая опустился в марте до 48,1 пункта с 49,6 пункта в феврале.

Сводный индекс менеджеров закупок 17 стран еврозоны в сфере услуг и производственном секторе снизился в марте до 48,7 пункта с февральских 49,3 пункта при прогнозах роста до 49,6 пункта. В США также вышли слабые данные о продажах на вторичном рынке жилья за февраль (продажи упали на 0,9% при прогнозах роста на 0,9%) и продажах новостроек за февраль (продажи упали на 1,6% при прогнозах роста на 1,3%, январские цифры при этом были понижены).

Последняя неделя марта также проходила под диктовку игроков на понижение. В частности, давление на мировые рынки оказал отчет Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) по европейскому региону, в котором было отмечено сохранение рисков продолжения рецессии. По мнению ОЭСР, совокупный объем антикризисных фондов Европейского союза должен быть увеличен, по крайней мере, до 1 трлн евро для восстановления доверия рынка к экономике еврозоны и ЕС в целом. ОЭСР рекомендовала министрам финансов еврозоны решить этот вопрос на встрече в Копенгагене 30–31 марта.

Кроме того, негативом для российского рынка стали новости от Всемирного банка о том, что экономика РФ после кризиса 2008 года восстанавливается медленнее, чем это происходило после кризиса 1998 года. Основной причиной столь медленного восстановления экономики, по мнению аналитиков ВБ, являются умеренные темпы роста инвестиций.

В свою очередь объем заказов на товары длительного пользования в США в феврале вырос на 2,2% при прогнозах повышения на 3%, заказы без учета транспортного оборудования выросли на 1,6% при ожидавшемся подъеме на 1,7%.

Снижение в Европе подогрели слабые данные о деловом и потребительском доверии к экономике еврозоны (индекс доверия в марте снизился при прогнозах роста), что стало сигналом высокой вероятности дальнейшего ухудшения показателей роста ВВП в первом квартале.

На последних мартовских торгах, рынки отскочили вверх на фоне закрытия «коротких позиций» спекулянтами в конце квартала. Также скорректировалась вверх нефть на ожиданиях ужесточения США санкций в отношении Ирана. Отскок вверх был поддержан данными о росте расходов потребителей в США в феврале (выросли на максимальные с июля 2011 года 0,8% при прогнозах роста на 0,6%) и потребительском доверии за март (индекс доверия вырос до 76,2 пункта, при прогнозах снижения до 74,5 пункта).

В результате индекс РТС по итогам прошедшего месяца снизился на 5,6% — до 1637,73 пункта, а индекс ММВБ продемонстрировал в марте снижение на 5%, опустившись до 1517,34 пункта. По итогам же первого квартала 2012 года рост индекса РТС составил 18,5%, а индекс ММВБ вырос за три месяца на 8,1%.

Цены евробондов РФ

Рынок российских еврооблигаций в марте вел себя более устойчиво по сравнению с рынком акций, и по итогам месяца практически все выпуски отечественных евробондов не продемонстрировали ярко выраженной динамики. Цены самого ликвидного тридцатилетнего суверенного выпуска выросли по итогам месяца на 0,38% (до 119,7% от номинала), а их спред к десятилетним US Treasuries сузился за месяц на 24 базисных пункта и 30 марта составил 185 базисных пунктов. Доходность выпуска «Россия-30» по итогам марта не изменилась и составила 4,06% годовых, в то время как доходность десятилетних казначейских облигаций США выросла на 24 пункта, составив в последний день месяца 2,21% годовых.

Первая декада марта в целом была позитивна для сектора валютных гособлигаций России — цены росли на фоне высокого «аппетита к риску» у мировых инвесторов, при этом котировки американских казначейских облигаций снижались, что приводило к существенному сужению суверенных спредов к доходности базовых активов.

Рост стоимости отечественных еврооблигаций в первых числах марта был обусловлен обнародованием результатов аукциона ЕЦБ по предоставлению ликвидности европейским банкам, состоявшегося 29 февраля, а также благоприятными результатами аукционов по размещению испанских и французских гособлигаций.

После заметной отрицательной коррекции, вызванной снижением «аппетита к риску» и закрытием инвесторами позиций практически по всем рискованным активам на фоне неопределенности в связи с реструктуризацией частного долга Греции (российский рынок акций потерял 6 марта около 4%, европейские фондовые рынки — порядка 2%), в конце первой декады марта рост возобновился. Среди позитивных факторов аналитики выделяют, в частности, новости из Греции, правительство которой объявило, что более

80% частных инвесторов — держателей госдолга страны согласилось участвовать в реструктуризации задолженности. Кроме того, игру на повышение поддержала и сильная статистика по рынку труда США. По данным министерства труда США, число рабочих мест в экономике страны в феврале выросло на 227 тыс. по сравнению с предыдущим месяцем, когда в стране было создано 284 тыс. новых рабочих мест. Уровень безработицы в стране в прошлом месяце остался на январском уровне в 8,3%, что является минимумом с докризисного 2008 уровня. Экономисты, опрошенные агентством Bloomberg, прогнозировали рост числа рабочих мест в феврале всего на 210 тыс. и не ожидали изменения уровня безработицы.

Центральным событием середины месяца, которое существенно сказалось на динамике US Treasuries, а затем соответственно и на отечественных евробондах, стало очередное заседание ФРС США, итоги которого были объявлены поздно вечером по московскому времени 13 марта. Федеральная резервная система по итогам однодневного заседания приняла решение о сохранении целевого диапазона базовой процентной ставки от нуля до 0,25% годовых. Вместе с тем ФРС подтвердила, что исключительно низкий уровень процентных ставок будет поддерживаться, по крайней мере, до конца 2014 года, как было объявлено в январе.

Американский ЦБ отметил умеренные темпы роста экономики США, однако его заявление не содержало практически никаких сигналов о будущих программах стимулирования. Оценка рынка труда стала более позитивной по сравнению с январем, улучшилось и мнение членов FOMC о капиталовложениях компаний. Прогноз экономического роста также несколько улучшился с января, когда ФРС характеризовала его будущие темпы как «скромные».

Доходность долгосрочных US Treasuries подскочила в ходе торгов 13 марта до максимума с начала 2012 года: для 10-летних бумаг показатель поднялся до 2,08% годовых (16 марта доходность этих бу-

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

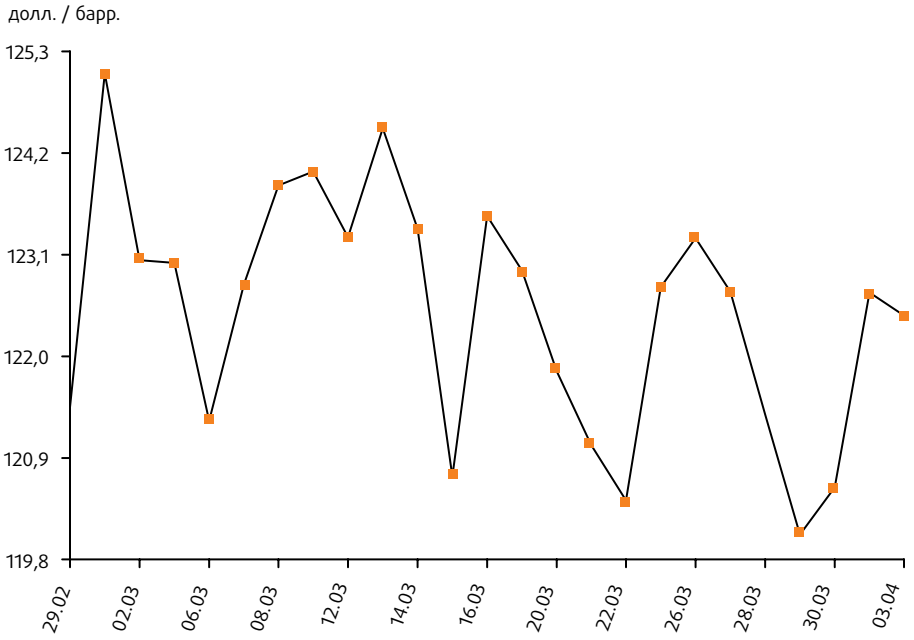
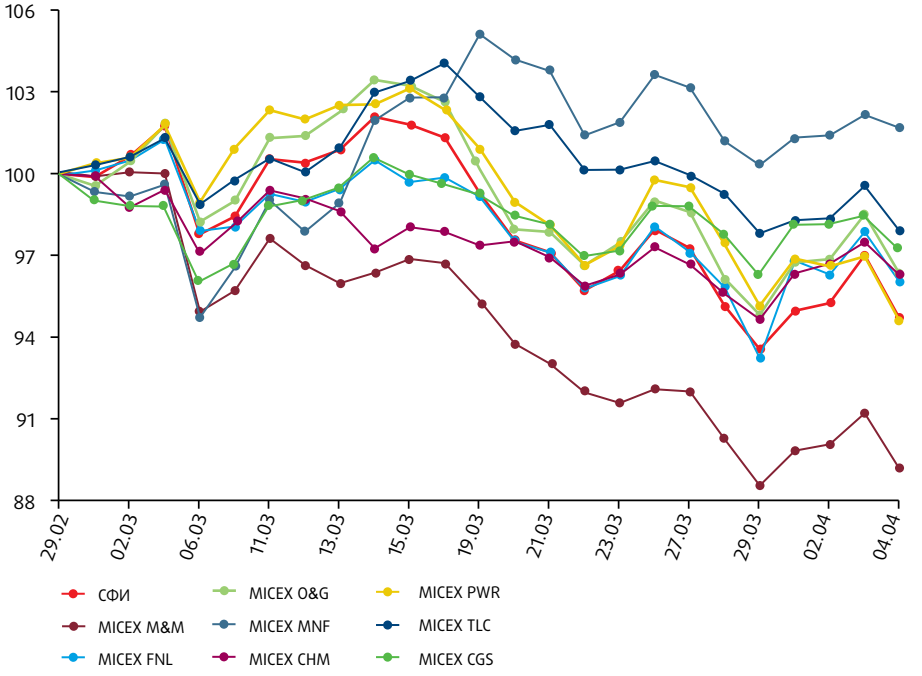


Рисунок 2. **Динамика сводного и отраслевых фондовых индексов ММВБ**



Источник: ММВБ.

маг составляла уже 2,33% годовых), для 30-летних — до 3,21% годовых.

Таким образом, основное движение вниз в секторе отечественных евробондов произошло 14-15 марта вслед за резким падением американских казначейских облигаций, после чего произошла позитивная коррекция.

Начало последней декады марта также было на руку игрокам на понижение, которые отыгрывали ухудшение ситуации на мировых фондовых и товарных рынках, чему способствовала как макроэкономическая статистика, как правило, хуже ожиданий аналитиков, так и возобновившиеся опасения относительно долговых проблем еврозоны. Слабая статистика из Европы вызвала укрепление доллара против евро, что оказало давление на нефтяные цены. Также негативом для нефти стало заявление Франции о готовности расконсервировать стратегические запасы топлива.

Центральным событием конца месяца, заметно сказавшимся на динамике отечественных евробондов, стало размещение трех новых траншей еврооблигаций общим объемом 7 млрд долларов, спрос на которые составил 25 млрд. В частности, Россия разместила 5-летние суверенные евробонды (LPN) с доходностью 3,325% годовых, 10-летние — 4,591% годовых, 30-летние бумаги — 5,798% годовых. Купон по 5-летним облигациям установлен в размере 3,25% годовых, по 10-летним — 4,5% годовых, 30-летним — 5,625% годовых. Объем 5- и 10-летнего траншей составил по 2 млрд долларов, 30-летнего — 3 млрд.

Таким образом, высокий спрос на размещавшиеся бумаги, превысивший в 3,57 раза предложение, послужил толчком для активизации покупателей уже обращающихся на рынке выпусков евробондов. Кроме того, участников рынка воодушевило решение рейтингового агентства Moody's подтвердить рейтинг Германии на уровне «ААА», а также заявление премьер-министра Италии, который сказал, что кризис в еврозоне почти закончен.

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.

Салават Булякаров
менеджер консультационного отдела коммерческого департамента финансового холдинга Fibo Group

Скальпер работает быстро

Трендовые советники теряют на коррекциях и флетах, советники, построенные для коррекций, теряют на трендах. Но возможны их комбинации

В последние годы на финансовых площадках набирает популярность алгоритмическая торговля с помощью так называемых торговых роботов. Они используются на различных рынках, в том числе на валютном. Принципы работы подобных торговых роботов могут быть систематизированы.

В целом торговых роботов можно разделить на две категории: индикаторные и безындикаторные. Рассмотрим первую категорию.

Торговые роботы, основанные на показаниях технических индикаторов

Техническим индикатором зачастую называют дополнительные построения в виде линии, гистограммы, ломаных или иных меток, которые строятся поверх графика цен инструмента. Наиболее популярной программой, которая используется для торговли на рынке forex, является торговый терминал MetaTrader от компании Metaquotes. Терминал прост в использовании, содержит широкий набор инструментов для проведения теханализа, а также включает в себя программу создания пользовательских индикаторов и торговых роботов, так называемых «советников». Язык программирования очень прост и доступен для понимания большинству пользователей. Эта простота языка, как мне кажется, и послужила толчком к тому, что основная масса советников рынка forex на просторах Интернета связана именно с терминалом MetaTrader. Для тех, кто не очень силен в программировании, предлагается стандартный набор шаблонных индикаторов, подключая которые в различных сочетаниях, пользователи и программируют советников.

Итак, терминал MetaTrader содержит следующие индикаторы, которые лежат в основе множества советников:

- Acceleration/Deceleration (AC) — технический индикатор ускорения/замедления.
- Accumulation/Distribution (A/D) — технический индикатор накопления/распределения.
- Alligator — технический индикатор «аллигатор Билла Вильямса».
- Average Directional Movement Index (ADX) — индекс среднего направленного движения.

- Average True Range (ATR) — технический индикатор «средний истинный диапазон».
- Awesome Oscillator (AO) — технический индикатор «осциллятор Билла Вильямса».
- Bears Power & Bulls Power — технические индикаторы «сила медведей» и «сила быков» Александра Элдера.
- Bollinger Bands (BB) — технический индикатор полосы Боллинджера.
- Commodity Channel Index (CCI) — технический индикатор «индекс товарного канала».
- DeMarker (DeM) — технический индикатор Демарка.
- Envelopes — технический индикатор «огибающие линии».
- Force Index (FRC) — технический индикатор «индекс силы Александра Элдера».
- Fractals — технический индикатор «фракталы Билла Вильямса».
- Gator Oscillator — технический индикатор «гатор осциллятор Билла Вильямса».
- Ichimoku Kinko Hyo — технический индикатор «Ишимоку Кинко Хайо».
- Market Facilitation Index (BW MFI) — технический индикатор «индекс облегчения рынка».
- Momentum — технический индикатор темпа.
- Money Flow Index (MFI) — технический индикатор «индекс денежных потоков».
- Moving Average (MA) — технический индикатор «скользящее среднее».
- Moving Average Convergence/Divergence (MACD) — технический индикатор «схождение/расхождение скользящих средних».
- Moving Average of Oscillator (OSMA) — «технический индикатор «скользящая средняя осциллятора».
- On Balance Volume (OBV) — технический индикатор балансового объема.
- Parabolic SAR — технический индикатор «параболическая система».
- Relative Strength Index (RSI) — технический индикатор «индекс относительной силы».
- Relative Vigor Index (RVI) — технический индикатор «индекс относительной бодрости».
- Standard Deviation (StdDev) — технический индикатор «стандартное отклонение».

Рисунок 1.

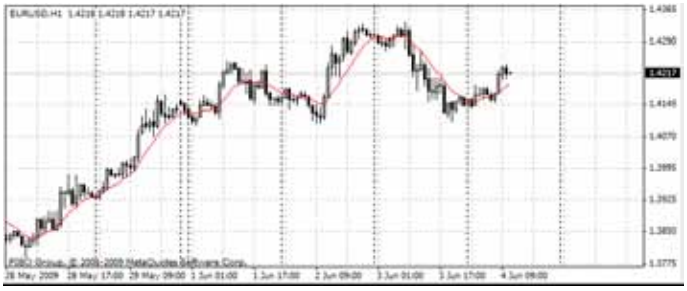


Рисунок 2.

Рисунок 3

Рисунок 4

Рисунок 5.

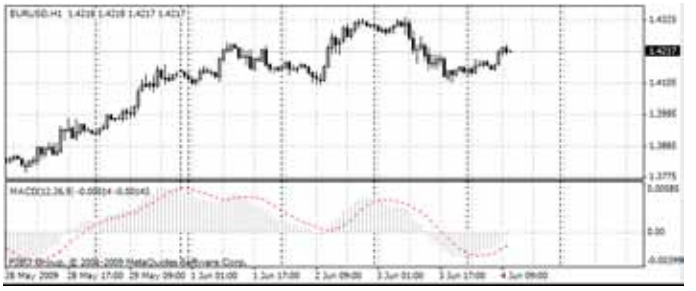
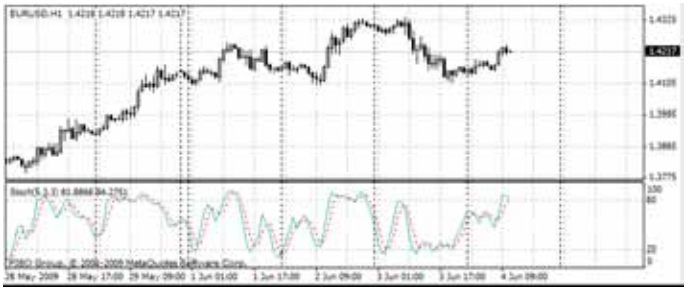


Рисунок 6

Рисунок 7



- Stochastic Oscillator (Stoch) — технический индикатор «стохастический осциллятор».
- Williams' Percent Range (%R) — технический индикатор «процентный диапазон Вильямса».

Часто трейдеры задают вопрос — а зачем такое разнообразие? На самом деле разнообразие не очень велико, а у многих индикаторов очень сходные принципы. Индикаторы могут быть условно разделены на три группы:

- трендовые индикаторы;
- осцилляторы;
- статистические индикаторы.

Трендовые индикаторы подсказывают моменты для сделок при, скажем так, однонаправленных движениях цен и не работают, когда движение завершается. Осцилляторы дают ложные показания на движении, но подсказывают моменты для сделок при кратковременных коррекциях или при длительных изменениях цен внутри какого-либо диапазона.

Практически все советники, основанные на торговле следования за трендом, в своем алгоритме опираются на показания индикатора MovingAverage или средние скользящие. Формула, по которым вычисляется значение, очень проста — требуется взять несколько цен за определенный период и разделить на их количество, получим точку для простого среднего скользящего. Точка на координатной плоскости графика располагается выше или ниже графика цен. Если соединить все точки, то получают линию индикатора.

Существует несколько типов скользящих средних: простое (его также называют арифметическим), экспоненциальное, сглаженное и взвешенное.

Единственное, чем Moving Average разных типов существенно отличаются друг от друга, — это разные весовые коэффициенты, которые присваиваются последним данным. В случае «простого скользящего среднего» (Simple Moving Average) все цены рассматриваемого периода имеют равный вес. Экспоненциальная и взвешенная скользящие средние (Exponential Moving Average и Linear Weighted Moving Average) делают более весомыми последние цены, что легко сделать, к примеру, умножив каждую цену на ее порядковый номер.

То, как располагаются точки линии индикатора относительно графика цен, определяет стратегию торгового робота — если цены под линией индикатора, то считается что тренд падающий, и последуют продажи, если цены над линией индикатора, то тренд восходящий, и последуют заявки торгового робота на покупку. Такой индикатор подсказывает изменение в направлении цены достаточно поздно, и потому основной проблемой такого индикатора является момент, когда цены начинают изменяться в пределах какого-либо ценового диапазона. В этом случае вся прибыль, полученная от

торговли по тренду, может быть потеряна.

Появилась идея использования не одной линии, а двух. Или даже трех линий, построенных параллельным переносом линии MovingAverage вверх и вниз. В результате получили индикатор Envelopes — технический индикатор «огибающие линии».

Этот индикатор в торговом роботе используют поразному. Одни настраивают советников на торговлю при выходе цен за верхнюю или нижнюю линии индикатора, другие, наоборот, программируют торговлю внутри диапазона, ограниченного линиями индикатора, так как считается, что цены как бы будут биться от линии до линии, как мошкара в банке. По наблюдениям многих, советник, основанный на таком индикаторе, так же, как и предыдущий, будет получать прибыль на тренде и терять при долгих изменениях цены внутри диапазона — то есть во флете, или же терять на коррекциях, наступающих после сильного роста или падения цен. Определить же момент смены тренда практически невозможно.

Если немного изменить формулу индикатора Envelopes и использовать в расчетах возведение в степень и извлечение квадратного корня, то линии Envelopes превращаются в линии индикатора Bollinger Bands (BB).

В отличие от предыдущего индикатора, полосы Боллинджера могут немного предсказать начало и завершение сильного изменения цены: при начале движения цен в любую сторону верхняя и нижняя линии начинают расходиться, при завершении — сходиться. В результате образуется «пузырь» в котором заключается основной отрезок движения цен. Использование этого индикатора в торговых роботах аналогично предыдущему индикатору.

Вернемся к первому индикатору — MovingAverage. Если на графике цен строить не одну, а сразу три линии, то получается индикатор Alligator — технический индикатор «аллигатор Билла Вильямса».

Как видно на рисунке, три линии индикатора располагаются на разном расстоянии от линии цен. Это связано с тем, что для вычисления точки линии индикатора MovingAverage используется разное количество цен. Поясним примером.

Есть семь значений: 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7. Тогда значения индикатора с периодом 7, с периодом 4 и с периодом 2 будут:
MA(7) = (1+2+3+4+5+6+7)/7 =4
MA(4) = (4+5+6+7)/4=5,5
MA(2)=(6+7)/2=6,5.

Как видим, чем меньше берем цен, тем ближе точка индикатора к линии цены.

При изменении цены в пределах какого-либо диапазона цены будут переплетаться, например: если взять семь чисел: 3, 2, 3, 2, 3, 2, 3, тогда значения индикатора с периодом 7, с периодом 4 и с периодом 2 будут:
MA(7) =
(3+2+3+2+3+2+3)/7 =28/7=2,571
MA(4) = (2+3+2+3)/4=2,5
MA(2)=(2+3)/2=2,5.

Рисунок 8

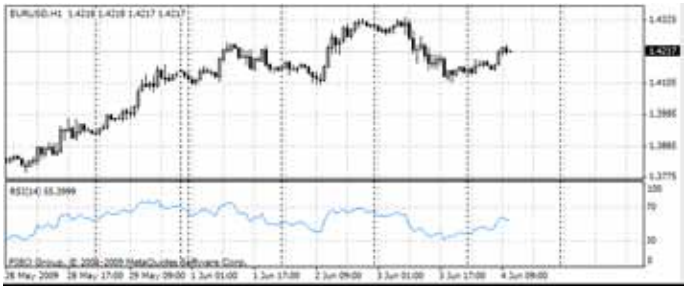


Рисунок 9.

Рисунок 10

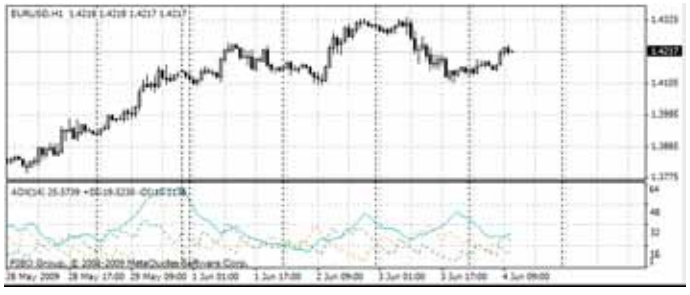


Рисунок 11.

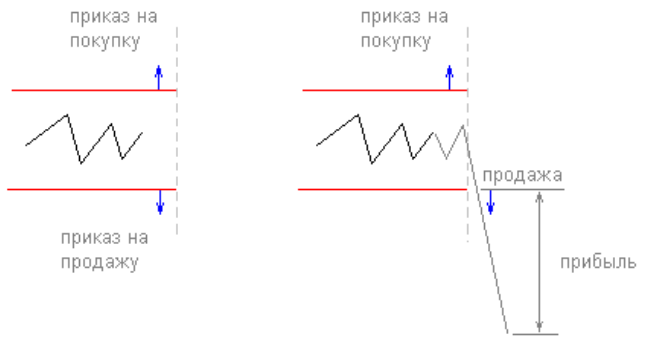


Рисунок 12.

Рисунок 13.

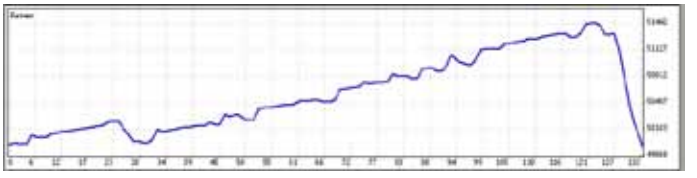


Рисунок 14

Трактовка показаний этого индикатора автором очень красочна — три линии индикатора образуют «зубы, губы, челюсти аллигатора. И когда аллигатор голоден (начало движения цены), то его пасть раскрывается (линии начинают расходится), когда же аллигатор насыщается (тренд завершается), то пасть захлопывается.

Основная проблема индикатора и советников, построенных на системе Вильямса, состоит в том, что на валютных рынках цены менее волатильны, чем на фондовых рынках, а это в свою очередь приводит к небольшим прибылям, пойманным советниками на трендах, и большим потерям на боковых движениях, а также условно небольшому количеству совершаемых сделок.

Как видно на рисунке, линии индикатора то сходятся, то расходятся, при смене тренда меняют свою очередность. Это легло в основу одного из популярных индикаторов Moving Average Convergence/Divergence (MACD) — технический индикатор «схождение/расхождение скользящих средних».

Измеряется расстояние между линиями индикаторов, или иначе, измеряется разность ценовых уровней, соответствующих значениям точек индикатора. Так как линии при смене тренда меняют свою очередность, то разность цен может быть как положительной, так и отрицательной. Далее эта разница умножается, для придания веса, на значение третьего индикатора, и рисуется дополнительный график в виде гистограммы. Если разность положительна, то столбики строятся выше нуля, отрицательна — ниже нуля. Пересечение линии нуля — либо коррекция, либо смена тренда.

Советник, построенный на этом индикаторе, капризен и зачастую требует долгой подстройки.

Если построить несколько средних скользящих с различными периодами и сделать параллельные перенос линий не только вверх и вниз, но и влево-вправо и заштриховать области между линиями, то получим индикатор Ichimoku Kinko Hyo — Технический индикатор Ишимоку Кинко Хайо, популярный у японских трейдеров:

Технические индикаторы, относящиеся к категории осцилляторов

Советники, построенные на трендовых индикаторах, в той или иной степени используют средние скользящие, но в целом принцип, я думаю, читатель уже уловил. Проблема трендовых советников — это частые ложные сигналы на участках коррекции и при движении во флете. Дабы уменьшить убытки, в таких ситуациях включают в алгоритм советника технические индикаторы, относящиеся к категории осцилляторов.

Осциллятор (от лат. oscillo — качаюсь) — система, совершающая колебания, то есть показатели которой периодически повторяются во времени.

Трактовка и использование показаний осцилляторов практически одинакова: строится дополнительный график отдельно от линии цен. В его окне

проводятся середина и две дополнительных линии, отсекающих так называемые области перекупленности и перепроданности. Пересечения этих трех горизонтальных линий линией или столбиками осциллятора и будут являться рекомендуемыми моментами для открытия сделок.

Одними из популярных осцилляторов, применяемых в торговых роботах, при подобном методе является Stochastic Oscillator (Stoch) — технический индикатор «стохастический осциллятор». Недостатком стохастика является чувствительность к колебаниям цен и полная слепота даже при небольших однонаправленных изменениях.

Также в осцилляторах используют расхождения в направлении движения цены и направления движения линии индикатора. Если таковые появляются, то такие моменты, так называемая дивергенция, предсказывает близкую смену тренда. Для наблюдения и использования таких расхождений зачастую используют осциллятор Relative Strength Index (RSI) — технический индикатор «индекс относительной силы».

Важным при торговле является не только момент входа в рынок, но и условия закрытия ордера. Здесь также есть ряд популярных индикаторов. Например, Parabolic SAR — технический индикатор «параболическая система».

Уровни цен, на которых строятся точки индикатора, используют как уровни для приказов на закрытии по уменьшению прибыли или закрытии по убытку.

Другим популярным индикатором для выхода из сделки является Average Directional Movement Index (ADX) — индекс среднего направленного движения.

В его основе лежит принцип сравнения величины разницы цен между максимумом за период и текущей цены к общей разнице цен между макисимумом и минимумом за тот же период (линия +DI) и, аналогично, разницы цен между текущей ценой и минимумом за период к общей разнице цен между максимумом и минимумом за тот же период (линия -DI). Третья линия — сумма значений линий +DI и –DI, она подсказывает замедление или ускорение в изменении цены. Пересечения линий +DI и –DI и являются рекомендуемыми моментами закрытия сделок.

В итоге приходим к выводу, что трендовые советники теряют на коррекциях и флетах, советники, построенные для коррекций, теряют на трендах. Значит, требуется либо сочетание в алгоритме советника трендовых индикаторов и осцилляторов, либо полный отказ от них и создание безындикаторных торговых роботов.

Среди безындикаторных советников популярны так называемые торговые роботы, «скальперы». В основе их работы лежит открытие сделок с последующим, практически моментальным, закрытием после получения минимальной прибыли. В качестве сигнала для открытия сделки может быть все что угодно, к примеру, открытие торговой сессии, или начало определенного часа, или момент выход новостей. Например, торговый робот «БигБен» анализирует то, как закрывается свечка цен на графике до и после момента открытия лондонской торговой сессии, а различные разновидности робота «Грид» устанавливают на разных уровнях приказы на открытие ордера с небольшой прибылью. Одной из разновидностей скальперов являются роботы, торгующие на новостях. Новостные скальперы устанавливают приказы на открытие ордера чуть выше и чуть ниже текущей цены. При скачке цен после выхода новости срабатывает один из них, что приводит к получению практически гарантированной прибыли.

Для защиты от подобных «локовых ордеров» или «ордеров туда-сюда» дилинговые центры стали менять правила торговли. Это привело к появлению интересной разновидности скальпера — торгового робота, который работает на двух разных счетах. Для него идеальным условием является предложение дилинговым центром для торговли валютами плеча 1:200 или 1:500. Это приводит к следующей ситуации: на одном счете открывается перед самой новостью ордер на покупку валютной пары, на другом счете ордер на продажу. Ордера открываются «на всё плечо», то есть стоимость сделки превышает в 500 раз сумму депозита, что приводит к тому, что при движении цены на новостях уже через несколько пунктов один счет будет убытком обнулен, зато на втором счете будет получена значительная прибыль.

Другой популярной безындикаторной стратегией торговых роботов является торговля с использованием системы мартингейла — при получении убытка снова открывать ордер в том же направлении что и предыдущий, но в большем объеме. Ярким представителем этой категории является торговый робот Ilan 1.6. Итог у подобных торговых роботов один — они зарабатывают достаточно стабильно при небольшой волатильности или движении цены в пределах какого-либо ценового диапазона и далее 100% теряют средства при изменении волатильности, при продолжении движения цены больше расчетной — им просто не хватает средств для открытия очередного ордера.

Любопытным безындикаторным торговым роботом является робот, использующий в своей торговле отложенные ордеры BuyLimit и SellLimit, устанавливаемые на значительном удалении от текущей цены. Они рассчитаны на то, что периодически на рынках формируются очень краткосрочные колебания цены («шпильки») с последующим возвратом цен на прежний уровень. Недостатком таких роботов можно назвать редкость таких ситуаций, но при значительном объеме ордера возможно получить значительную случайную прибыль.

Завершая обзорную статью, могу сказать одно — общим недостатком всех торговых роботов можно считать то, что они настраиваются на определенные условия, в которых формируется изменение котировки инструмента. При изменении этих условий наступает череда потерь. Защитить себя от таких потерь, если вы используете подобные программы, может использование опционов или жесткое соблюдение правил ММ в алгоритме робота. ◻

Юрий Посохов
главный специалист аналитического управления НАУФОР

На нет и спроса нет

В 2011 — I квартале 2012 года сохранилась тенденция сокращения числа профессиональных участников рынка ценных бумаг, начавшаяся еще в 2009 году.

В 1 квартале 2012 года лицензию профессионального участника получили 22 компании, что в пять раз меньше, чем годом ранее. Статистика констатирует тенденцию устойчивого сокращения количества лицензированных посредников на российском фондовом рынке.

В 2011 — I квартале 2012 года сохранилась тенденция сокращения числа профессиональных участников рынка ценных бумаг, начавшаяся еще в 2009 году. По итогам 1 квартала 2012 года общее число компаний, имеющих лицензии (в различных сочетаниях) на осуществление брокерской, дилерской, депозитарной, клиринговой, деятельности по управлению ценными бумагами, деятельности по ведению реестра владельцев ценных бумаг, деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг и деятельности фондовой биржи, сократилось по сравнению с аналогичным периодом прошлого года на 8,4% и составило 1356 (табл. 1).

Количество основных операторов-посредников фондового рынка (организаций, обладающих лицензиями на брокерскую, дилерскую и деятельность по управлению ценными бумагами) также сократилось почти на 10% и достигло 1248. По состоянию на 1 апреля 2012 года выдано 3080 лицензий на брокерскую, дилерскую и деятельность по управлению ценными бумагами (*табл. 2*). Порядка 41% посредников, обладающих этими видами лицензий, являются кредитными организациями. У 66% организаций – профучастников головной офис расположен в Москве. Преобладающее количество компаний (около 64%) имеют все три лицензии — на осуществление брокерской, дилерской и деятельности по доверительному управлению ценными бумагами. Наименее популярным является сочетание дилерской лицензии и лицензии по доверительному управлению (*табл. 3*). Основной организационно-правовой формой посредников является «общество с ограниченной ответственностью» — таковых организаций 602 (48% от общего числа посредников). Около 27% профучастников создано в форме закрытого акционерного общества, а

25% организаций являются открытыми акционерными обществами.

С января по декабрь 2011 года количество аннулированных лицензий (на осуществление брокерской, дилерской, деятельности по доверительному управлению ценными бумагами и депозитарной деятельности) почти в три раза превышало количество выданных — 609 против 216 соответственно.

Начиная с июля 2011 года выдача лицензий профучастникам была практически приостановлена, что, вероятно, связано с ужесточением критериев проверки Федеральной службой по финансовым рынкам компаний, претендующих на получение лицензий. В первом квартале 2012 года ФСФР России выдала 22 лицензии, по данным НАУФОР, документов было подано намного больше. За этот же период было аннулировано 113 лицензий (рис. 1).

Оценить спрос на лицензии профессиональных участников довольно сложно: часть поданных документов регулятор может вернуть «на стадии рассмотрения», таким образом, они не попадают в официальную статистику отказов. Тем не менее, по оценкам Консалтингового центра НАУФОР, куда компании также обращаются за консультационными услугами для получения лицензии, количество запросов сократилось примерно в два раза.

В 2011 году за нарушения Федеральная служба по финансовым рынкам аннулировала 317 лицензий у 113 организаций (в 2010 году — 310 лицензий у 103 организаций). Основной причиной аннулирования,

Таблица 1. Количество организаций — профессиональных участников рынка ценных бумаг в 2007–2012 гг. (организаций, шт.)

Период	2007	2008	2009	2010	1 кв. 2012
Профессиональные участники рынка ценных бумаг	1 813	1 863	1 674	1 512	1356

Источники: ФСФР России, расчеты НАУФОР.

Таблица 2. Лицензии профессиональных посредников в 2007–2012 гг. (лицензий, шт.)

Период	2007	2008	2009	2010	1 кв. 2012
Брокерская деятельность	1 445	1 475	1 347	1216	1062
Дилерская деятельность	1 422	1 470	1 347	1200	1064
Управление ценными бумагами	1 169	1 286	1 202	1106	954
ВСЕГО:	4036	4231	3896	3522	3080

Источники: ФСФР России, расчеты НАУФОР

Таблица 3. **Сочетания действующих лицензий у профессиональных посредников в 1 квартале 2012 года**

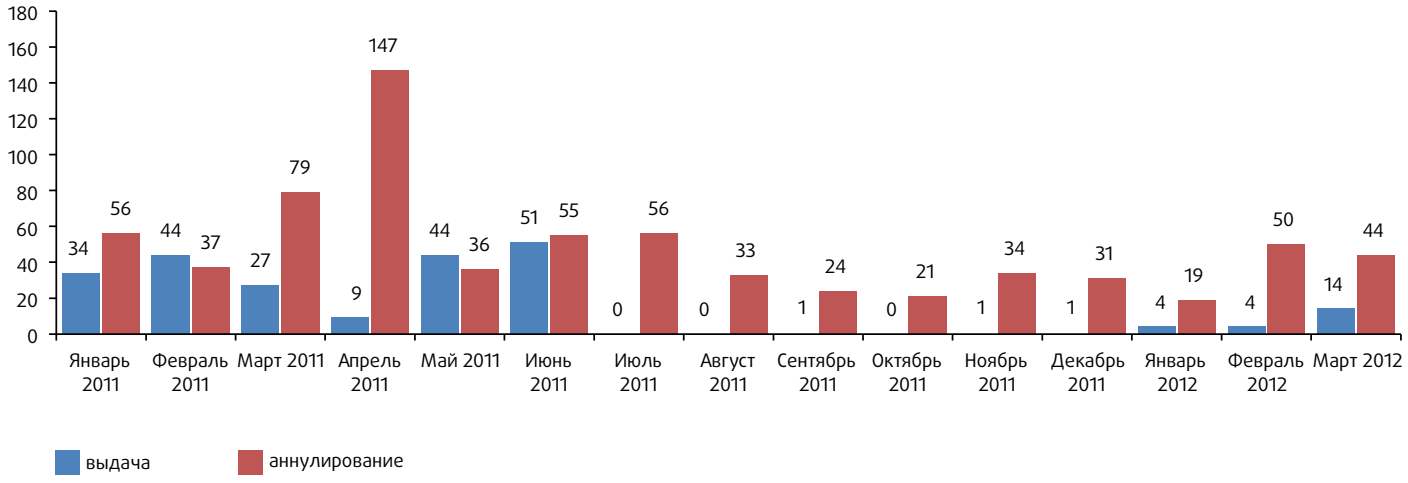
Брокерская деятельность	Дилерская деятельность	Деятельность по управлению ценными бумагами	Количество компаний	Доля от общего числа, %
✓	-	-	33	2,6
-	✓	-	35	2,8
-	-	✓	144	11,5
✓	✓	✓	796	63,8
✓	✓	-	226	18,1
✓	-	✓	7	0,6
-	✓	✓	7	0,6
ВСЕГО:			1248	100,0

Источники: ФСФР России, расчеты НАУФОР.

как и в 2010 году, остается нарушение требований к собственным средствам — их недостаток установленным нормативам, ошибки в расчетах, либо отсутствие этих данных в открытом доступе на сайте.

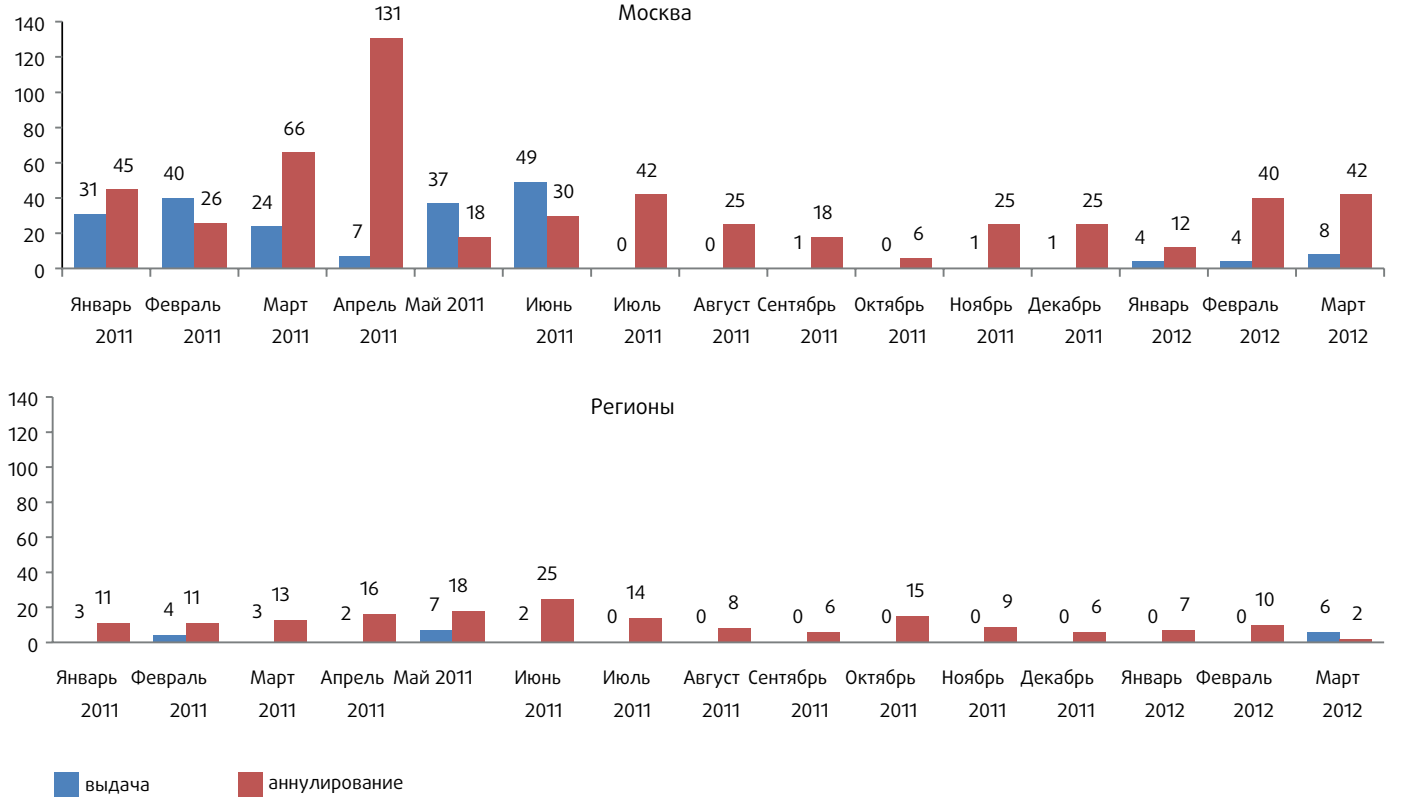
В регионах сокращение количества профучастников носит почти драматический характер. Начиная с января 2011 года количество аннулированных лицензий (по заявлению, за нарушения и в связи с отзывом банковской лицензии у кредитных организаций) у региональных компаний значительно превышает количество выданных (рис. 2). Региональные компании продолжают уходить с фондового рынка, оставляя место крупным игрокам из столицы. ◻

Рисунок 1. **Выдача и аннулирование лицензий в 2011–2012 гг. (лицензий, шт.)**



Источники: ФСФР, расчеты НАУФОР

Рисунок 1. **Выдача и аннулирование лицензий у региональных профучастников в 2011–2012 гг. (лицензий, шт.)**



Источники: ФСФР, расчеты НАУФОР

Лариса Смирнова
референт Департамента инновационного развития и корпоративного управления Минэкономразвития России

Навести мосты

Использование двойных складских свидетельств в биржевой торговле позволит создать «мост» между товарными и финансовыми биржевыми рынками

Представляется, что для обеспечения формирования внутренних индикаторов на стандартные товары и использования таких индикаторов для нужд микро- и макроэкономического планирования необходимо, прежде всего, наличие ликвидного биржевого товарного рынка и рынка производных финансовых инструментов на товар.

В настоящее время импульс масштабному развитию биржевого товарного рынка может придать вхождение в него участников финансовых рынков.

Существующие сегодня опасения крупных товаропроизводителей о возникновении рисков «раскачивания» биржевых котировок в случае участия на биржевых товарных рынках игроков финансового рынка являются необоснованными. Международная практика показывает, что развитие биржевого товарного рынка, тем более фьючерсного, невозможно без профессиональных участников биржевых рынков, наиболее подготовленной профессиональной среды для работы на бирже. Отмечаем также, что действующие в настоящее время биржевые технологии обеспечивают минимизирование рисков «раскачивания» цен, в том числе наличие предельных отклонений цен заявок, установление лимитов на открытие позиций и т.д.

С законодательной точки зрения участие брокерских фирм, работающих на финансовых рынках, в торговле на товарных биржах не запрещено, за исключением участия банков в сделках с реальной поставкой товара. Вместе с тем для привлечения игроков с финансовых рынков на товарные биржи необходимо не только проведение соответствующей информационной политики, но и разработка и внедрение новаций в сфере биржевых технологий.

Важнейшей предпосылкой для участия финансовых брокеров в биржевых товарных рынках на такие стратегические товары, как нефть и нефтепродукты, цветные металлы, зерно и т.д., может быть внедрение технологии многократного обращения товара на биржевом спот-рынке без уплаты НДС. При этом сам товар хранится на уполномоченном (биржевом) складе, физически не перемещается по многократным сделкам и

востребуется только реальным покупателем товара, который осуществляет уплату НДС.

Для обеспечения многократной продажи товара (без НДС) в процессе биржевых торгов целесообразно использование при обороте биржевых товаров таких ценных бумаг, как двойные складские свидетельства (далее – ДСС).

Отмечаем, что Правительство Российской Федерации еще в августе 2011 года выдало поручение о разработке биржевых механизмов, обеспечивающих хеджирование рисков на зерновом рынке, и использовании двойных складских свидетельств при обороте зерна на сырьевых рынках.

В соответствии со статьей 912 Гражданского кодекса Российской Федерации (далее — ГК РФ) двойное складское свидетельство состоит из двух частей – складского свидетельства и залогового свидетельства, которые могут быть отделены одно от другого; при этом и само двойное складское свидетельство и каждая из двух его частей являются ценными бумагами. При этом в соответствии со статьей 916 ГК РФ «товарный склад выдает товар держателю складского и залогового свидетельств (двойного складского свидетельства) не иначе как в обмен на оба эти свидетельства вместе».

Исходя из определения ДСС в законодательстве возникает уникальная возможность в целях повышения ликвидности биржевого товарного рынка за счет привлечения на него инвестиционных компаний, работающих на финансовых рынках, использовать в биржевой торговле стандартные ДСС, выпускаемые, например, уполномоченным (биржевым) складом.

При этом торгуемым биржевым инструментом будет являться ценная бумага – залоговая часть стандартного ДСС, которая может многократно обращаться на бирже. Формируемая биржевая котировка такой ценной бумаги не содержит ни транспортной составляющей, ни НДС. В случае необходимости покупки товара держатель залоговой части стандартного ДСС через клиринговую организацию получает вторую часть ДСС, уплачивает НДС и реализует свое право получения товара с уполномоченного (биржевого) склада.

В этой связи необходимо внесение в законодательство понятия «стандартное двойное складское свидетельство», выпускаемое в бездокументарной форме, а также требований к основным параметрам стандартного ДСС и его частей.

Для учета и обращения бездокументарных стандартных ДСС может быть использована действующая депозитарная система фондового рынка.

Кроме того, в целях реализации предложенной технологии необходимо внесение изменений в Налоговый кодекс по установлению порядка налогообложения операций с ДСС и его частями. При этом налогообложение операций с залоговой частью ДСС целесообразно установить аналогичным порядку налогообложения операций с ценными бумагами, а обложение НДС должно возникать только при объединении двух частей ДСС и реальном получении товара со склада в обмен на ДСС.

При этом следует отметить, что ни правила, ни уровень выплаты НДС в целом не изменяются по сравнению с его исчислением в настоящее время.

Более того, в случае организации ликвидного рынка залоговой части ДСС налоги увеличиваются за счет налогообложения операций с залоговой частью ДСС как с ценной бумагой.

Возможность использования ДСС в биржевой торговле позволит осуществить создание «моста» между товарными и финансовыми биржевыми рынками (общие участники, унифицированные системы гарантийного обеспечения, осуществление перекрестного хеджирования). Это может обеспечить не только реализацию задачи одновременного развития биржевого товарного рынка и рынка производных финансовых инструментов на товары (товарные индексы) и обеспечит формирование внутренних ценовых товарных индикаторов, но и организацию и развитие системы кредитования участников биржевых торгов.

Суд для ценных бумаг

В Арбитражном суде Москвы (АСГМ) появилось два специализированных состава, которые будут рассматривать споры в отношении финансовых инструментов. К этой категории относятся дела, связанные с профессиональной деятельностью на рынке ценных бумаг, споры по облигациям и между акционерами, а также по торгам на финансовом рынке

Председатель АСГМ Сергея Чуча заявил журналистам, что из 150 тысяч дел, рассмотренных вверенной ему инстанцией в 2011 году, споры в отношении финансовых инструментов составляют 3%.

Во исполнение поручения президента России и по решению президиума ВАС в столичном арбитраже в конце февраля начали действовать два спецсостава, которые ранее были сконцентрированы на рассмотрении споров, связанных с ценными бумагами. В новые спецсоставы по финансовым инструментам в АСГМ вошли 18 судей, отметил он. В Высшем арбитражном суде подобный спецсостав действует с 15 февраля, это коллегия ВАС, возглавляемая Ниной Иванниковой.

В соответствии с приказом высшей судебной инстанции такие составы должны заработать во всех арбитражных судах страны. Соответствующее поручение — создать финансовые суды — председателю ВАС Антону Иванову дал президент Дмитрий Медведев по итогам заседания международного консультативного совета по созданию и развитию Международного финансового центра в России, состоявшегося 28 октября 2011 года. Руководителю высшей судебной инстанции предписывалось «предусмотреть возможность формирования специализированных составов арбитражных судов для рассмотрения споров в отношении финансовых инструментов, в том числе производных финансовых инструментов».

Не позже 2013 года финансовые суды будут созданы в рамках арбитражных судов, как спецсоставы. Эта мера может повысить качество правосудия за счет повышения степени профессионализма судей.

«Создание специализированных составов для рассмотрения споров по финансовым инструментам может стать одним из стимулов для повышения доверия к государственным судам, поскольку позволит углубить экспертизу», — говорит партнер юридической фирмы «Некторов, Савельев и Партнеры» Сергей Савельев. Он отмечает, что споров по финансовым инструментам достаточно много, при этом значительная их часть сейчас рассматривается не в арбитраже, а в третейских судах. «Для разрешения разбирательств по финансовым инструментам должно быть глубокое понимание экономики финансовых рынков. Для рядовых судей это достаточно сложная область. Поэтому создание спецсостава для рассмотрения данной категории дел — инициатива хорошая, — говорит Савельев. — Специализация судей, как и вообще специализация в любой сфере, позволит на более высоком уровне разрешать споры. Иванов давно об этом говорит». Но в принципе в АСГМ уже довольно глубокая специализация: отдельные составы в первой инстанции рассматривают, в частности, корпоративные, банковские, налоговые, банкротные споры.

Создание специальных финансовых судов как отдельной ветви судебной системы пока не стало реальностью. Формирование же специализированных составов для рассмотрения споров, в центре которых сложные финансовые инструменты — ценные бумаги, деривативы, сделки репо — вполне адекватная инициатива. ◻

Элита 2011

19 апреля в Екатеринбурге прошла церемония награждения победителей конкурса «Элита фондового рынка» по Уральскому региону

Победителями регионального этапа конкурса стали:

- ИК «Финансовый Дом» (Пермь) — Лучший трейдинг;
- Пермская фондовая компания (Пермь) — Лучшая аналитика;
- «ИК «ВИТУС» (Пермь) — Лучшая юридическая служба;
- УНИКОМ Партнер (Екатеринбург) — Компания услуг для розничных инвесторов;
- «Корпорация «Монолит» (Уфа) — Компания рынка акций;
- Уральский банк реконструкции и развития (Екатеринбург) — Компания рынка облигаций;
- «Башкирский фондовый интернет центр» (Уфа) — Компания срочного рынка;
- УК «Парма-Менеджмент» (Пермь) — Управляющая компания фондов;
- Унисон Капитал (Тюмень) — Лучшее развитие бизнеса;
- Шакирова Анна Филатовна — За личный вклад в развитие фондового рынка;
- Корпорация «Монолит» (Уфа) — Компания Уральского региона.

Благодарности НАУФОР за вклад в развитие фондового рынка в Уральском регионе были вручены:

- первому заместителю генерального директора ООО «Челябинская управляющая компания» Пискунову Дмитрию Сергеевичу;
- заместителю директора по контролю ООО «СИНАРА-ИНВЕСТ» Матюшиной Ольге Викторовне;
- бэк-офицеру ООО «ФА «Милком-Инвест» Неволиной Екатерине Сергеевне;
- главному бухгалтеру ЗАО «Управляющая компания» Золотухиной Ольге Валентиновне;
- директору Челябинского филиала НАУФОР Кузнецовой Ольге Алексеевне;
- генеральному директору ОАО «Регистратор Капитал» Мецгер Наталье Леонидовне;
- контролеру ООО «УРВБ-Финансы» Галиулину Василю Салиховичу;
- заместителю генерального директора, контролеру ООО ИФК «Неофинанс» Афанасьевой Наталье Юрьевне;
- заместителю руководителя аналитического отдела ООО «Унисон Капитал» Кривому Евгению Анатольевичу;
- управляющему активами ООО «Унисон Капитал» Кузнецовой Полине Сергеевне;
- руководителю отдела долговых обязательств ООО «Унисон Капитал» Докучаевой Татьяне Васильевне;
- руководителю отдела информационно-технической службы ООО «Унисон Капитал» Икрину Дмитрию Александровичу;
- аналитику ООО УК «Парма-Менеджмент» Калимуллину Руслану Талгатовичу;

- заместителю начальника отдела организации и проведения надзорных мероприятий на финансовых рынках РО ФСФР России в УрФО Целищевой Анастасии Владимировне;
- старшему преподавателю кафедры предпринимательского права Уральской государственной юридической академии Беляеву Константину Петровичу.

Благодарностями НАУФОР были отмечены средства массовой информации, освещающие финансовый рынок в Уральском регионе:

- телевизионная программа «Деловые новости», телеканал «ВЕТТА» (Пермь);
- телевизионная программа «Про ДЕНЬги», телекомпания УОТК «Ермак» (Екатеринбург);
- телевизионная программа «Послесловие», телеканал «41 Домашний» (Екатеринбург);
- печатное издание «Коммерсант-Прикамье» (Пермь);
- печатное издание «Эксперт-Урал» (Екатеринбург);
- печатное издание «Курс дела» (Челябинск);
- печатное издание «Деловой квартал» (Екатеринбург);
- печатное издание «Business Class» (Пермь);
- печатное издание «National Business» (Екатеринбург).

А также журналисты:

- Бисерова Ульяна, интернет портал «ChelFin.ru» (Челябинск);
- Трускова Мария, «УралИнформБюро» (Екатеринбург);
- Трубачева Ольга, «Экономика. По существу» (Москва);
- Бучельникова Алёна, «Вслух.ру» (Тюмень).

Перед награждением состоялся традиционный семинар для профессиональных участников региона, на котором выступили председатель Правления НАУФОР Алексей Тимофеев и руководитель РО ФСФР России в УрФО Светлана Фурдуй.

Организаторы
НАУФОР
Недвижимость за рубежом
Коммерческая недвижимость
Медиапартнер

ФОНДОВОГО
РЫНК

В Екатеринбурге 19 апреля 2012 года состоялась традиционная встреча руководства НАУФОР и РО ФСФР России в Уральском федеральном округе с профессиональными участниками региона. Аудитории был представлены данные регулярного исследования НАУФОР «Российский фондовый рынок 2011. События и факты». Председатель Правления НАУФОР Алексей Тимофеев изложил основные выводы исследования, охарактеризовал состояние национального рынка в целом, а также ответил на вопросы аудитории.

А. Тимофеев отметил, что в 2011 году капитализация российского рынка акций резко снизилась. По состоянию на конец года она не дотягивала до 800 млрд. долларов, составляя всего 47% ВВП. Это соотношение показывает, что роль фондового рынка в экономике страны незначительна. Россия в 2011 году продемонстрировала худший из всех стран БРИК показатель капитализации. Его падение на 20% обусловлено сочетанием целого ряда негативных факторов, в то же время регулятивный режим остается таким, будто все только и стремятся инвестировать в Россию.

50% биржевого оборота страны составляют торги акциями только двух эмитентов — Газпрома и Сбербанка. Доля российских бумаг, торгующихся на западных рынках в виде депозитарных расписок, в 2011 году увеличилась по отношению к локальным акциям.

Всего три компании в 2011 году осуществили IPO в России при том, что мировой рынок первичных размещений был в этот период довольно оживленным. Для сравнения — Варшавская фондовая биржа, лидер Европы 2011 года, провела 204 IPO. В чем феномен Варшавы? Отчасти в том, что поляки пять лет назад существенно модернизировали процедуру эмиссии. Из состоявшихся 204 размещений примерно 100 — это размещения небольших компаний, которые идут на биржу за небольшими суммами. Один из стереотипов финансового рынка — это идея, что IPO делают только крупные компании. Идея эта несостоятельна. В мире «небольшие» по объему IPO создают большое конкурентное напряжение для кредитной системы, биржевое финансирование предоставляет эффективную альтернативу банковскому кредитованию, в том числе по той причине, что многие из делающих IPO компаний являются венчурами и не всегда могут рассчитывать на банковские кредиты.

В нашей стране, — сказал А. Тимофеев, — первичный рынок не состоится, если мы не сделаем изменений в процедуре эмиссии. Число российских эмитентов, которые разместились как западные холдинги, растет, и их акции обращаются только на зарубежном рынке. Сейчас таких эмитентов уже 26, их бумаги не относятся к российскому первичному рынку и не включаются в российскую капитализацию. В 2011 году доля капитала, привлеченного через такие схемы (с учетом размещений, проведенных параллельно в России и за рубежом) увеличилась и составила 75% привлеченных средств. Для чего российские компании «уходят» размещаться как западные холдинги? Отчасти за возможностью получить «праймери» листинг на западной площадке, но гораздо важнее то, что там легче поднять капитал. При этом, если компания делает параллельное размещение, то ей нужно подчиняться и западному праву, и российскому, и в отношении нее действует ограничение на долю ценных бумаг, которую она может разместить за рубежом.

О реальных перспективах российского фондового рынка можно судить по состоянию внутреннего спроса. Он ничтожен. Всего 1% населения России осмысленно инвестирует на фондовом рынке, а после buy back (обратного выкупа) акций ВТБ их число уменьшится. В США 90 млн человек (28% населения) являются либо пайщиками ПИФов, либо инвестируют через брокеров; в Китае 94 млн частных инвесторов (7%, им принадлежит 55% китайской ликвидности), в Бразилии — 20 млн человек (10% населения).

Далее Алексей Тимофеев охарактеризовал индустрию финансовых посредников в 2011 году. Картина, сказал он, крайне негативна. На всю страну сейчас примерно 1200 лицензированных компаний (их число уменьшилось в течение 2011 года приблизительно на 100). Из них 65–70% компаний сосредоточено в Москве. Сложившийся регулятивный режим привел к тому, что больше половины брокеров являются и депозитариями. Это означает, что для небольших компаний, зарабатывающих на простейших брокерских функциях, не создано возможностей развития. Многочисленная диверсифицированная индустрия и емкость рынка — главные факторы противодействия манипулированию и инсайду. В России же на долю 10 крупнейших участников торгов приходится 81% рыночного оборота.

Данные индустрии НПФ показывают, что объем накопительной части в ее распоряжении увеличился вдвое, но не за счет притока новых денег, а за счет средств, переведенных из ВЭБа. Инвестирование гражданами денег в негосударственные пенсионные фонды не началось, да и сама индустрия НПФ сегодня не борется за внутреннего инвестора. На пять крупнейших фондов, тесно связанных с госкорпорациями, приходится 65–66% активов. Их выбирают, потому что они кажутся более надежными, а качество управления не имеет значения.

Первое, что должно быть сделано в реформе НПФ— это отделение государственного пенсионного обеспече-

ния от негосударственного. Смешение этих форм самым негативным образом сказывается на индустрии за счет него, что НПФы воспринимаются как часть государственного пенсионного обеспечения, и это мешает им развиваться как полноценным финансовым институтам.

Далее А.Тимофеев перешел к задачам НАУФОР на 2012 год.

Повестка дня, — сказал он, — предопределена состоянием рынка. Надеюсь, в течение лета у нас появится центральный депозитарий. Это был главный жест, которого ожидали иностранные инвесторы.

Теперь главное — внимание к внутреннему инвестору, без которого невозможно решить проблему развития рынка. Развитие внутреннего инвестора я считаю более важной задачей. Если он силен, то способен компенсировать недостатки других механизмов рынка.

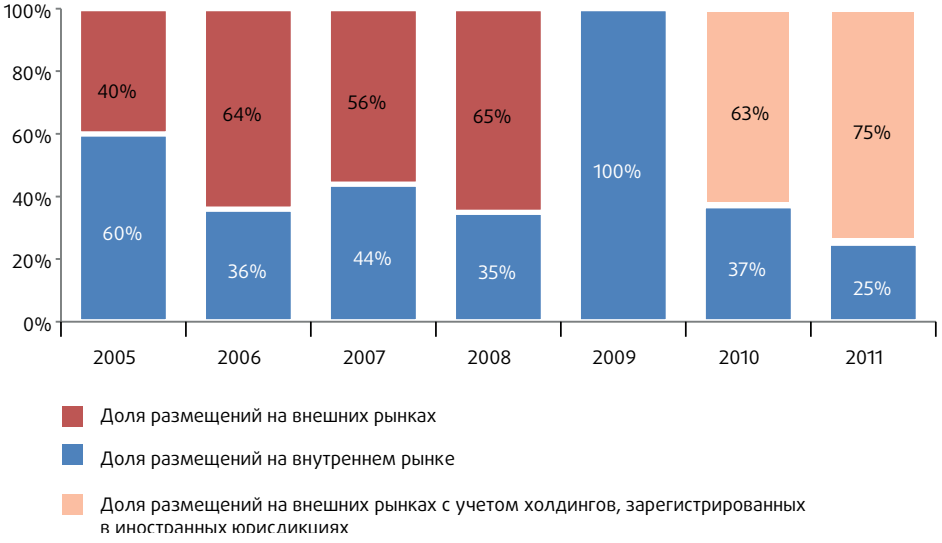
Существуют две большие инициативы, к которым НАУФОР имеет непосредственное отношение и по которым ведет тесный диалог с ФСФР России, министерством финансов и группой Волошина.

Уже готов и с высокой вероятностью может быть рассмотрен во втором чтении уже прошедший первое чтение законопроект об упрощении процедуры эмиссии в России. Основная задача — создать процедуру эмиссии ценных бумаг, аналогичную действующей в Европейском союзе. Эмиссия — это инструменты. У нас бедный набор инструментов, потому что российским эмитентам не интересен российский фондовый рынок.

Мы предложили сократить срок регистрации ценных бумаг, не сопровождающихся проспектом. В рабочей версии речь идет о 15 рабочих днях, возможно, будет принято решение о 20 календарных днях.

Мы попробовали реализовать британскую модель — предварительное рассмотрение документов эмиссии.

Рисунок 1. **Первичный рынок акций**



Это особенно важно для России, где работает требование об утверждении проспекта решением совета директоров, и каждый раз, когда эмитенту возвращают документы из ФСФР с замечаниями, он вынужден заново утверждать поправки на Совете директоров. Предварительная процедура позволит представить в ФСФР России проспект, еще не утвержденный советом директоров, а только подписанный исполнительными органами. После получения одобрения этого предварительного пакета от ФСФР России, эмитент утверждает его советом директоров и направляет на регистрацию, срок которой сокращается до 10 дней.

Более детально эта процедура будет описана подзаконными актами ФСФР России.

Не нужно будет регистрировать проспект в ряде случаев, в которых этого не требуется за рубежом. Основное предназначение проспекта — это раскрытие информации для потенциальных инвесторов, на основании которой они могли бы сделать осознанное инвестиционное решение. За рубежом эмитент освобождается от проспекта, если эмиссия предназначена квалифицированным инвесторам, а также в том случае, если готовится маленькое размещение, которое не является социально значимым, то есть, если оно невелико по объему (до 5 млн евро) или адресовано небольшому количеству (до 150) инвесторов. Это станет основанием для формирования альтернативного первичного рынка — рынка небольших компаний, которые размещаются по упрощенной процедуре, избегая излишних административных нагрузок.

Очень важное изменение — возможность регистрации проспекта по частям. Проспект условно состоит из двух частей: первая — об эмитенте, вторая — об эмиссии. Часть об эмитенте самая объемная, и если она зарегистрирована, то ее регистрация будет действительна в течение года. Когда же сложится конъюнктура и эмитент определится с условиями размещения, то он сможет обратиться в ФСФР и быстро зарегистрировать вторую часть, которая всегда значительно меньше первой. Вместе они образуют единый проспект, такова практика в Европе.

В области биржевых облигаций мы практически делаем революцию: почти все требования к биржевым облигациям переводятся из закона в полномочия биржи. Биржевые облигации — успешный проект, это подтверждает большое количество состоявшихся выпусков, это же подтверждает и правильность всего подхода, эмитенты выбирают в пользу инструментов, связанных с меньшими издержками.

Мы договорились, что все требования к проспекту уйдут из закона, будут отданы на усмотрение ФСФР России. Весьма вероятно, что при формулировании требований к проспекту ФСФР России будет в большей степени отталкиваться от существующих требований к инвестиционному меморандуму, эти документы сблизятся, и эмитент избежит издержек, связных с составлением двух разных документов. Уже раскрытая информация может не включаться в проспект — если эмитент уже публикует ежеквартальный отчет.

Российский альтернативный рынок поможет запустить новое правило, согласно которому те компании, которые не должны регистрировать проспект и были допущены к организованным торгам, должны подчиняться требованиям к раскрытию информации, которые установит биржа, а не госрегулятор. Биржа может освободить компании от требования ежеквартального отчета, уменьшить его объем.

Изменятся и требования к раскрытию информации об инструментах для квалифицированных инвесторов: сейчас о них вообще нельзя раскрывать информацию, из-за чего индустрия фактически ушла в тень, как, например, индустрия ЗПИФов, предназначенных для квалифицированных инвесторов. Решено сократить и саму процедуру эмиссии, за счет сокращения срока реализации преимущественного права до 10 дней (возможно, до 10 рабочих дней), что позволит совместить этот срок с маркетинговыми процедурами, адресованными новым инвесторам.

Достигнута договоренность о том, что административное признание выпуска несостоявшимся будет отменено. По крайней мере, для публичных размещений с выводом ценных бумаг на биржу. Эта коллизия создавала риск того, что эмиссия может быть отменена, а также от признания выпуска недействительным по суду. Сейчас новым бумагам на срок исковой давности (три месяца) присваивается специальный номер, чтобы в случае судебного решения их можно было изъять из общей массы. Соответственно, цена на эти акции другая, чем на остальные бумаги эмитента. Это фрагментирует рынок.

Возможность обращения ценных бумаг появится с момента объявления цены. Это революционная для нашего рынка вещь, хотя именно так происходит за рубежом.

В результате этой реформы, я думаю, упростится доступ к финансированию небольших компаний, биржа получит возможность создать активный альтернативный рынок, многократно проще станет процедура крупных IPO.

Есть еще один блок инициатив. Достигнута договоренность с Минфином, с Минэкономразвития, с профильным комитетом Госдумы относительно отмены НДС с вознаграждения посредников на финансовом рынке и управляющих компаний ПИФов. Это изменение позволит удешевить услуги для клиентов.

Уже подготовлен законопроект об отмене НДФЛ с долгосрочных инве-

стиций. Если инвестор владеет ценными бумагами больше одного года, то налогооблагаемая база уменьшается на 25%, если два года — на 50%, по истечению трех лет подоходный налог с физических лиц отменяется. Речь в данном случае идет о ценных бумагах, обращающихся на организованном рынке, и о паях.

Этим летом мы собираемся подготовить (с тем, чтобы внести в осеннюю сессию) законопроект об инвестиционных пенсионных счетах. Пенсионным этот счет делает только один факт — деньги без штрафа с него можно забрать по достижении пенсионного возраста. Во всем остальном это обычный брокерский счет или счет индивидуального управляющего (по предпочтению клиента). Мы рассчитываем ввести специальный ежегодный индивидуальный вычет, сумму которого граждане могут поместить в НПФ, застраховать на нее свою жизнь, либо поместить ее на инвестиционный пенсионный счет. Мы подготовим режим этого счета, механизм аккредитации брокеров, которые могут с ними работать, вопросы налогообложения.

Думаю, это будет интересный механизм для инвесторов, которые не идут в НПФы, которые привыкли контролировать свои инвестиции сами и хотят максимальной прозрачности, и появление этого инструмента будет способствовать развитию внутреннего инвестора и инвестиционного спроса.

Еще одна важная тема — создание компенсационного фонда на рынке ценных бумаг. Конкретным местом ее реализации является законопроект о пруденциальном надзоре, прошедший первое чтение. Там реализована неправильная (на наш взгляд) концепция создания компенсационного фонда при саморегулируемой организации. Мы сейчас с ФСФР обсуждаем другую концепцию — создания единого компенсационного фонда для брокеров и, возможно, управляющих. И его основой мог бы стать АСВ или ФОГФ — федеральный общественный государственный фонд по защите интересов вкладчиков и акционеров. Что касается ФОГФ, то он был создан в 90-е годы для выплат компенсаций вкладчикам «МММ» и жертвам прочих мошенников. И он до сих пор занимается этим делом (противоположным тому, чем должен заниматься компенсационный фонд), поощряя нерациональное инвестирование, поощряя вкладчиков финансовых пирамид. Тогда как поощрять нужно инвесторов лицензированных организаций, защищая их от возможного банкротства этих учреждений, а не от инвестиционных рисков, разумеется.

Сейчас этот вопрос обсуждается с ФСФР в рамках подготовки законопроекта ко второму чтению. Мы взяли на себя обязательство в течение лета провести необходимую счетную работу, чтобы возможно, к осенней сессии подготовить поправки к закону. Надеюсь, что в осеннюю сессию во втором чтении закон будет принят. В ФОГФе сейчас не очень много денег, около 1,5 млрд рублей, но, по крайней мере, это хорошее начало для нового фонда.

Еще один важный вопрос — открытие счетов номинального держания в центральном депозитарии, отметил А. Тимофеев.

Позиция НАУФОР заключается в том, что до формирования серьезного инвестиционного спроса в стране через ту калитку, которую мы открываем, скорее, будут выходить, чем входить. Риск того, что ликвидность российского рынка сконцентрируется за рубежом, существует. И жертвой этого процесса станет российская фондовая биржа и российский центральный депозитарий. Каких-то точных утверждений, я думаю, сейчас никто не может дать. Но мы видим, что уже приостановлено развитие дочерних предприятий крупных иностранных банков,— как кастодианов, так и брокеров. Они выжидают, где будет рынок, не оптимальнее ли будет закрыть российские подразделения и силами «материнских» компаний обеспечить привычное западным клиентам обращение российских инструментов. Такие сигналы есть, и нас они тревожат, поэтому НАУФОР может выступить с позицией несколько иной, чем позиция НФА, которая недавно заявила, что никаких рисков на этот счет не видит. Позиция НАУФОР уже заявлена регулятору. ◻

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	19.06-04.07.2012	пн-чт 18:00-21:00
Курс 1.0 «Брокерская, дилерская деятельность и деятельность по управлению ценными бумагами»	Москва	25.06-04.07.2012	пн-чт 18:00-21:00 пт 17:00-20:00
Курс 5.0 «Управление инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами»	Москва	16.07-26.07.2012	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	Санкт-Петербург	Санкт-Петербург	10:00-17:00
	Москва	28.06.2012	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.