Содержание

№4 апрель 2008

ПРОФСООБЩЕСТВО

4 **Эмиссия и обращение РДР**
Допуск иностранных ценных бумаг на российский фондовый рынок будет содействовать расширению возможностей для российских инвесторов.

ТЕМА НОМЕРА –
СОЗДАНИЕ МЕЖДУНАРОДНОГО ФИНАНСОВОГО ЦЕНТРА

16 **Международная интеграция учетной системы**
Президент ДКК Михаил Лауфер делится своими соображениями относительно проблем интеграции российской и международной учетных систем.

24 **Оговорочный оптимизм**
Начальник депозитарного отдела ИНГ Банка (Евразия) Наталья Сидорова рассказывает журналу «Вестник НАУФОР» о том, по каким причинам российский рынок ценных бумаг на данном этапе не соответствует ожиданиям глобальных кастодианов.

ЭКСПЕРТНОЕ МНЕНИЕ

28 **Топтание на месте**
Российский рынок акций в марте продемонстрировал динамику лучше других рынков BRIC, оставаясь тем не менее к концу марта на уровне начала месяца.

ЗАДАЧА/РЕШЕНИЕ

32 **Проверх барьеров**
На рынке все более ощутимо присутствие нового класса крупного долгосрочного инвестора – государственных инвестиционных фондов.

38 **Инвестиции в умы**
За прошедшие десятилетия системы предоставления студенческих кредитов были созданы во многих странах. В этом номере рассматриваются программы студенческих кредитов в Эстонии, Германии и возможности использовании их в России.

ИСТОРИЯ

54 **Матрица Теплухина**
«История русского капитализма, пропущенная через сознание» известного отечественного инвестиционного банкира.

КНИЖНАЯ ПОЛКА

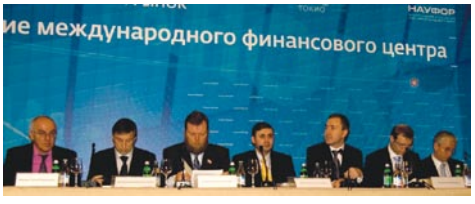
64 **Правонарушения на финансовом рынке: выявление, анализ и оценка ущерба**

Долговечна ли еврозона?

46

В Москве состоялась традиционная, третья по счету конференция НАУФОР «Российский фондовый рынок: создание международного центра»

52



Российский рынок, скорее всего, стоит перед выбором: либо перейти в категорию развитых рынков, либо прекратить существование.

10

Операция «Карта»

Для аграриев весна — традиционное время активных полевых работ. В Национальной ассоциации участников фондового рынка весенняя пора, так уж сложилось и повелось, тоже является порой интенсивной пахоты. В частности, в апреле прошла ставшая уже традиционной ежегодная конференция НАУФОР (с материалами каждой из них можно познакомиться на нашем сайте).

Темой нашей конференции в этом году стала возможность создания в России финансового центра. Сама эта идея (финансовый центр) уже введена в обиход отечественного инвестиционного сообщества. В частности, огромное количество материала по теме содержит разработанный в НАУФОР, при интеллектуальной и организационной поддержке сообщества, документ, который носит название «Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу». Последний вариант этого документа назван так: «Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра». Потому что, по мысли разработчиков, идеальный, то есть конкурентоспособный в глобальном масштабе российский рынок - это и есть финансовый центр.

Важность и актуальность темы самоочевидна. Трудность практической реализации — тоже. Есть смысл подумать и потрудиться над выработкой «дорожной карты».

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
Анатолий Аксаков, заместитель председателя Комитета Государственной думы по кредитным организациям и финансовым рынкам
Сергей Васильев, председатель Совета директоров НАУФОР
Анатолий Гавриленко, председатель наблюдательного совета группы компаний «АЛОР»
Геннадий Марголит, заместитель генерального директора ЗАО «ФБ ММВБ»
Григорий Марченко, председатель правления Народного банка (Республика Казахстан)
Яков Миркин, председатель Совета директоров компании «Еврофинансы», заведующий кафедрой Финансовой академии при Правительстве РФ
Алексей Тимофеев, председатель правления НАУФОР
Дмитрий Шацкий, вице-президент РТС

Редакционная коллегия
Дмитрий Буримский, начальник управления развития региональной сети НАУФОР
Евгений Данкевич, исполнительный директор ОАО «Брокерский дом «Открытие»
Александр Ермак, директор департамента аналитических исследований ГК «Регион»
Олег Иванов, эксперт Комитета Государственной думы по кредитным организациям и финансовым рынкам
Владислав Кочетков, пресс-секретарь компании «Финам»
Ольга Кудинова, заместитель председателя правления НАУФОР
Денис Матафонов, директор аналитического департамента компании «АнтантаПиоГлобал»
Юрий Минцев, вице-президент ИК «Брокеркредитсервис»
Александр Трегуб, советник председателя правления НАУФОР
Борис Черкасский, директор по развитию НДЦ
Александр Щеглов, исполнительный директор ИК «Церих Кэпитал Менеджмент»

Редакция
Ответственный секретарь **Лидия Ни**
Руководитель препресса **Владимир Кузнецов**
Редактор **Лариса Пешехонова**

Фото на обложку и в интервью **Павел Перов**
Иллюстратор **Евгений Тонконогий**

Учредитель **НАУФОР**
109147, Москва, Воронцовская ул., д. 35Б, стр. 1
Тел./факс: (495) 787-77-74, 787-77-75
vestnik@naufor.ru

Издатель **ФИД «Деловой экспресс»**
Менеджер проекта **Надежда Ананских**

Автор макета **Петр Пирогов**

По вопросам подписки и приобретения журнала обращайтесь по телефонам +7 (495) 730-53-52, 730-53-17.
www.dex.ru

Отпечатано в типографии ООО «Офсет-экспресс»
119620, г. Москва, Солнцевский пр-т, д. 11, кв. 236
Заказ №
Тираж 1500 экз.

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.

Коротко о важном

Совет директоров НАУФОР утвердил список кандидатов в новый Совет директоров

Совет директоров НАУФОР на заседании 17 апреля 2008 года утвердил список кандидатов в новый Совет директоров ассоциации на 2008–2010 годы, который будет избран на общем собрании 22 мая 2008 года. В список включен 31 человек. Совет директоров НАУФОР является коллегиальным органом управления ассоциацией, осуществляющим общее руководство деятельностью ассоциации, и состоит из 22 участников.

Совет директоров также утвердил проект основных направлений деятельности НАУФОР в 2008–2009 годах, который будет вынесен на обсуждение общего собрания. Документ предусматривает, в частности, завершение работы над Кодексом НАУФОР и с 2009 года последовательное его внедрение; начало разработки нормативно-правовых актов по вопросам, предусмотренным в исследовании «Создание в России международного финансового центра (Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу до 2020 года)». Планируется разработать проекты нормативных актов, направленных на совершенствование процедуры эмиссии, деятельности по размещению эмиссионных ценных бумаг, правоотношений профучастников рынка и их клиентов — розничных инвесторов, инвестиционных консультантов, совершенствования налогообложения на рынке ценных бумаг.

Кроме того, Совет директоров утвердил новый состав семи комитетов НАУФОР — правового комитета, дисциплинарного, комитета по брокерской деятельности, по бухгалтерскому учету и налогообложению, по депозитарной деятельности, по управлению активами, по управлению рисками. Согласно Уставу НАУФОР переизбрание состава комитетов происходит ежегодно. Комитет по брокерской деятельности был сформирован впервые.

Состоялось годовое Общее собрание акционеров ЗАО ММВБ

Выступая с отчетом, президент ЗАО ММВБ Александр Потемкин заявил, что в прошедшем году группа удвоила биржевой оборот и укрепила свои позиции в качестве крупнейшей биржевой структуры в России, странах СНГ, Центральной и Восточной Европе. По биржевому объему сделок с ценными бумагами Группа ММВБ занимает 17 место среди ведущих фондовых бирж мира. Главной задачей на данном этапе, отметил он, является внедрение новых технологий и инструментов с целью создания условий для совершенствования биржевой инфраструктуры российского финансового рынка, развитие которой является важным фактором формирования в России международного финансового центра.

Акционеры утвердили Годовой отчет за 2007 год, годовую бухгалтерскую отчетность, а также приняли решение о распределении чистой прибыли ЗАО ММВБ по результатам 2007 финансового года.

Решением годового общего собрания акционеров президентом ЗАО ММВБ назначен Александр Потемкин. На заседании совета директоров ЗАО ММВБ в новом составе, состоявшемся сразу после собрания акционеров, председателем Совета Директоров был вновь избран Константин Корищенко (Банк России).

Аудитором ЗАО ММВБ на срок до следующего годового общего собрания акционеров утверждено ЗАО «Делойт и Туш СНГ». Утверждена ревизионная комиссия.

Председатель совета директоров ММВБ Константин Корищенко отметил, что консолидация мировых бирж набирает обороты, и национальным приоритетом должно стать создание в лице ММВБ конкурентоспособной биржевой инфраструктуры, которая выступит локомотивом процесса формирования международного финансового центра в России.

Вливание ликвидности

На совещании у президента РФ вице-премьер, министр финансов Алексей Кудрин сообщил о решении разместить на внутреннем рынке средства ряда госкорпораций, включая Роснанотех и корпорацию по развитию ЖКХ, в сумме около 340 млрд руб. ($14 млрд). Эти средства будут размещены на долгосрочных депозитах банков и в ценных бумагах корпораций. Суммарный объем вливаний средств госкорпораций и Казначейства в финансовую систему страны может быть доведен до 600 млрд руб. Основным получателем средств госкорпораций могут стать госбанки.

Ассоциация национальных нумерующих агентств (АННА) подтвердила полномочия Некоммерческого партнерства «Национальный депозитарный центр» в качестве замещающего нумерующего агентства по Республике Узбекистан.

Алексей Ефремов
преподаватель Воронежского государственного университета,
доцент Центрального филиала Российской академии правосудия,
к. ю. н.

Эмиссия и обращение РДР

Допуск иностранных ценных бумаг на российский фондовый рынок будет содействовать расширению возможностей для российских инвесторов

Прошло чуть более года с момента появления в российском законодательстве нового финансового инструмента — российских депозитарных расписок. За это время ФСФР России приняла ряд подзаконных актов, регулирующих их эмиссию и обращение РДР и открывающих возможность их практического использования.

Учет прав депозитария на ценные бумаги иностранного эмитента (предоставляемые ценные бумаги)

В соответствии со ст. 27.5.3 ФЗ «О рынке ценных бумаг» эмиссия российских депозитарных расписок допускается при условии, если учет прав депозитария на представляемые ценные бумаги осуществляется на счете, открытом ему как лицу, действующему в интересах других лиц. При этом указанные права должны учитываться организацией, осуществляющей учет прав на ценные бумаги и включенной в перечень, утвержденный федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

Предусмотренный законом перечень утвержден приказом ФСФР России от 27.04.2007 № 07-52/пз-н и включает 64 организации, в том числе «Евроклир», «Клирстрим», «ДжейПи Морган», «Бэнк оф Нью-Йорк», «Банк ЮБиЭс», центральные и национальные депозитарии ряда стран СНГ, Канады, Сингапура и т.д.

Стандарты эмиссии для депозитарных расписок

Приказом ФСФР России от 05.04.2007 № 07-41/пз-н были внесены дополнения (раздел 6.11) в Стандарты эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг.

Решение о выпуске расписок должно быть составлено по форме согласно Приложению 4 (8) к Стандартам.

Для государственной регистрации выпуска российских депозитарных расписок в регистрирующий орган представляются:

- заявление на государственную регистрацию выпуска расписок, которое должно быть составлено по форме согласно Приложению 1 (3) к Стандартам;
- анкета депозитария-эмитента РДР, которая должна быть составлена по форме согласно Приложению 2 (2) к Стандартам;
- документ, содержащий расчет собственного капитала (собственных средств) депозитария-эмитента. Указанный документ должен быть составлен по данным бухгалтерской отчетности

В этой статье:

О стандартах эмиссии для депозитарных расписок.

О порядке размещения депозитарных расписок.

Порядок раскрытия информации об эмитентах.

Включение РДР в котировальные списки бирж и делистинг.

депозитария за последний квартал (завершенный отчетный период), предшествующий дате представления документов для государственной регистрации выпуска расписок, срок представления которой в соответствии с требованиями федеральных законов уже наступил, и подписан лицом, занимающим должность (осуществляющим функции) единоличного исполнительного органа депозитария, а также главным бухгалтером или лицом, осуществляющим его функции;

- решение о выпуске российских депозитарных расписок;
- копия (выписка из) решения (протокола собрания (заседания) уполномоченного лица (органа управления эмитента), которым утверждено решение о выпуске расписок, с указанием, в случае если решение о выпуске российских депозитарных расписок утверждено коллегиальным органом управления, повестки дня, кворума и результатов голосования за его принятие, а в случае если оно утверждено Советом директоров (наблюдательным советом), также с указанием имен членов Совета директоров (наблюдательного совета), голосовавших за его утверждение;
- копия учредительных документов депозитария в действующей редакции со всеми внесенными в них изменениями и/или дополнениями;
- документ, подтверждающий наличие у депозитария счета, открытого в организации, осуществляющей учет прав на представляемые ценные бумаги. Указанный документ должен быть выдан организацией, осуществляющей учет прав на представляемые ценные бумаги, и представлен на русском языке либо в виде заверенного в установленном порядке перевода документа на русский язык;
- документ, подтверждающий, что счет депозитария открыт ему в организации, осуществляющей учет прав на представляемые ценные бумаги, как лицу, действующему в интересах других лиц.

В случае если указанный документ выдается организацией, осуществляющей учет прав на представляемые ценные бумаги, он должен быть представлен на русском языке, либо в виде заверенного в установленном порядке перевода документа на русский язык.

В случае если в организации, осуществляющей учет прав на представляемые ценные бумаги, идентификация счетов, открываемых лицам, действующим в интересах других лиц, не предусмотрена, депозитарием представляется письмо, подтверждающее его обязательство использовать указанный счет только для учета прав на представляемые ценные бумаги как лица, действующего в интересах других лиц;

- документ, подтверждающий, что представляемые ценные бумаги включены в котировальный список (прошли процедуру листинга) иностранной фондовой биржи, включенной в перечень, утвержденный федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг, если эмитент представляемых ценных бумаг не принял на себя обязанности перед владельцами российских депозитарных расписок. Если указанный документ выдается иностранной организацией, он должен быть представлен на русском языке, либо в виде заверенного в установленном порядке перевода документа на русский язык. Указанный документ может быть составлен (представлен) депозитарием-эмитентом российских депозитарных расписок;
- платежное поручение (квитанция установленной формы в случае наличной формы уплаты), которым подтверждается факт уплаты депозитарием государственной пошлины, взимаемой в соответствии с законодательством РФ;
- опись представленных документов, которая должна быть составлена по форме согласно Приложению 3 к Стандартам.

Для государственной регистрации выпуска расписок, сопровождающегося регистрацией их проспекта, в регистрирующий орган дополнительно представляются: проспект российских депозитарных расписок; копия (выписка из) решения (протокола собрания (заседания) уполномоченного лица

Перечень 1

Нью-Йоркская фондовая биржа
НАСДАК
Лондонская фондовая биржа
Токийская фондовая биржа
Евронекст
Немецкая фондовая биржа
Испанская фондовая биржа
Шанхайская фондовая биржа
Итальянская фондовая биржа
Северная фондовая биржа
Швейцарская фондовая биржа
Фондовая биржа Торонто
Шенженьская фондовая биржа
Гонконгская фондовая биржа
Корейская фондовая биржа
Австралийская фондовая биржа
Тайваньская фондовая биржа
Фондовая биржа Осло
Американская фондовая биржа
Национальная индийская фондовая биржа
Фондовая биржа Сан-Пауло

Перечень 2

Лондонская фондовая биржа
Нью-Йоркская фондовая биржа
Евронекст
Американская фондовая биржа
Немецкая фондовая биржа
НАСДАК
Гонконгская фондовая биржа

(органа управления эмитента), которым утвержден проспект российских депозитарных расписок, с указанием, в случае если проспект российских депозитарных расписок утвержден коллегиальным органом управления, повестки дня, кворума и результатов голосования за его принятие, а в случае если он утвержден Советом директоров (наблюдательным советом), также с указанием имен членов Совета директоров (наблюдательного совета), голосовавших за его утверждение; копии документов (распечатка из ленты новостей одного из информационных агентств, распечатка страницы в сети Интернет, используемой депозитарием-эмитентом для раскрытия информации), подтверждающих соблюдение депозитарием требований о раскрытии информации на этапе утверждения решения о выпуске расписок (о раскрытии информации см. ниже); а также меморандум, в случае если проспект российских депозитарных расписок подписывается финансовым консультантом на рынке ценных бумаг.

Отношения иностранный эмитент — российский депозитарий — владелец

Закон «О рынке ценных бумаг» предусматривает возможность принятия иностранным эмитентом обязанностей перед владельцами РДР. В этом случае между иностранным эмитентом и депозитарием заключается договор, который представляется для государственной регистрации выпуска расписок и является неотъемлемой частью решения о выпуске.

Если иностранный эмитент не принимает на себя таких обязательств, то эмиссия РДР допускается при условии включения представляемых ценных бумаг в котировальные списки иностранных фондовых бирж, перечень которых утверждается ФСФР России.

Данный перечень был утвержден приказом от 27.04.2007 № 07-51/пз-н и включает 21 биржу (Перечень 1). Перечень используется и для определения возможности включения РДР в котировальные списки на российских фондовых биржах (см. ниже).

Размещение депозитарных расписок

Размещение РДР может осуществляться путем открытой или закрытой подписки в течение срока, установленного зарегистрированным решением об их выпуске, в котором может быть предусмотрено, что срок размещения расписок не ограничен.

Эмитент обязан приостановить размещение РДР в случае их дробления — не позднее чем за три рабочих дня до предполагаемой даты дробления либо в случае дробления или консолидации представляемых ценных бумаг — не позднее чем за три рабочих дня до предполагаемой даты консолидации или дробления представляемых ценных бумаг соответственно. Кроме того, размещение приостанавливается в случае изменения объема и/или порядка осуществления прав, закрепленных представляемыми ценными бумагами в соответствии с иностранным правом, — не позднее чем за три рабочих дня до предполагаемой даты изменения объема и/или порядка осуществления прав, закрепленных представляемыми ценными бумагами.

Размещение РДР возобновляется с момента вступления в силу зарегистрированных изменений в решение о выпуске расписок, обусловленных указанными случаями.

Эмитент РДР обязан ежеквартально, не позднее 15 дней после окончания отчетного квартала, представлять в ФСФР России справку о количестве расписок, находящихся в обращении, и количестве представляемых ценных бумаг, находящихся на счете эмитента, по форме согласно Приложению 14 к Стандартам эмиссии.

Раскрытие информации

В соответствии с приказом ФСФР России от 12. 04. 2007 № 07-44/пз-н внесены изменения в Положение о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг.

В случае если эмитент представляемых ценных бумаг принимает на себя обязанности перед владельцами РДР и заключает с эмитентом РДР соответствующий договор, эмитент расписок обязан раскрывать информацию, полученную от эмитента представляемых ценных бумаг в соответствии с указанным договором.

В случае если представляемые ценные бумаги включены в котировальные списки иностранных фондовых бирж, перечень которых утвержден ФСФР России, эмитент РДР обязан раскрывать информацию, которая раскрывается в соответствии с иностранным правом эмитентом представляемых ценных бумаг на иностранной фондовой бирже для иностранных инвесторов.

Эмитент расписок обязан раскрывать годовую бухгалтерскую (финансовую) отчетность, квартальную (полугодовую) бухгалтерскую (финансовую) отчетность и сводную бухгалтерскую (финансовую) отчетность (при наличии) эмитента представляемых ценных бумаг, составленную в соответствии с Международными стандартами финансовой отчетности (МСФО) или Общепринятыми принципами бухгалтерского учета США (US GAAP).

В случаях когда государственная регистрация выпуска расписок сопровождается регистрацией их проспекта, эмитенты РДР обязаны осуществлять раскрытие информации на этапах процедуры эмиссии российских депозитарных расписок на этапах: утверждения решения о выпуске российских депозитарных расписок; государственной регистрации выпуска российских депозитарных расписок; размещения российских депозитарных расписок.

Табл. 1. Объем сделок по РДР для включения в котировальные списки бирж

	Ежемесячный объем сделок за последние три месяца, заключенных на фондовой бирже		
Котировальный список	«А» первого уровня	«А» второго уровня	«Б»
РДР, удостоверяющих права на акции	25 млн рублей	2,5 млн рублей	1,5 млн рублей
РДР, удостоверяющих права на облигации	10 млн рублей	1 млн рублей	500 тыс. рублей

Табл. 2. Минимальный объем сделок по РДР

	Ежемесячный объем сделок за последние шесть месяцев, заключенных на фондовой бирже		
Котировальный список	«А» первого уровня	«А» второго уровня	«Б»
РДР, удостоверяющих права на акции	50 млн рублей	5 млн рублей	3 млн рублей
РДР, удостоверяющих права на облигации	25 млн рублей	2,5 млн рублей	1 млн рублей
РДР, удостоверяющих права на инвестиционные паи	500 тыс. рублей	300 тыс. рублей	

В случае регистрации проспекта расписок их эмитент должен раскрывать ежеквартальный отчет эмитента и сообщения о существенных фактах (событиях, действиях), затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента представляемых ценных бумаг.

Депозитарные расписки в составе активов инвестиционных фондов

В соответствии с приказом ФСФР России от 24.06.2007 № 07-85/пз-н внесены изменения в Положение о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов.

РДР могут входить в состав активов акционерного инвестиционного фонда и паевого инвестиционного фонда, относящихся к категории:

- фондов денежного рынка (п. 2.1);
- фондов облигаций (п. 3.1);
- фондов акций (п. 4.1);
- фондов смешанных инвестиций (п. 5.1);
- фондов фондов (п. 8.1);
- фондов недвижимости (п. 9.1).

РДР могут входить в состав активов фондов, если акции иностранных акционерных обществ и облигации иностранных коммерческих организаций, право собственности на которые удостоверяется расписками, прошли процедуру листинга на одной из семи фондовых бирж (перечень 2).

Включение РДР в котировальные списки бирж

Нормы, устанавливающие требования для включения РДР в котировальные списки, были введены в Положение о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг в соответствии с приказом ФСФР России 14.06.2007 № 07-68/пз-н.

Данные требования касаются объема сделок (см. табл. 1) и необходимости включения представляемых ценных бумаг в котировальные списки иностранных фондовых бирж (листинга), перечень которых был утвержден приказом ФСФР России от 27.04.2007 № 07-51/пз-н (см. выше).

Делистинг депозитарных расписок

Делистинг РДР осуществляется фондовой биржей при снижении средне-

По мнению ФСФР России допуск иностранных ценных бумаг для размещения и обращения на российском финансовом рынке будет содействовать существенному расширению инвестиционных возможностей для российских финансовых институтов и граждан, приближению к ним таких финансовых инструментов, сдерживанию вывода инвестиционных средств за рубеж. Кроме этого, сделки с иностранными ценными бумагами на российском рынке будут содействовать гармонизации стандартов деятельности российских финансовых, в том числе учетных институтов и всей инфраструктуры финансового рынка со стандартами деятельности их зарубежных конкурентов.

Из доклада «О мерах по совершенствованию регулирования и развития рынка ценных бумаг на 2008-2012 годы и на долгосрочную перспективу».

месячного объема сделок с ними, рассчитанного по итогам последних шести месяцев, ниже минимального объема (табл. 2).

Новеллы Положения об организованной торговле 2007 года

В октябре 2007 года ФСФР утвердила новое Положение о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг. Оно предусматривает возможность включения депозитарных расписок в котировальный список «В» (п. 4.8.3 Положения), если представляемые ценные бумаги или ценные бумаги, удостоверяющие права в отношении представляемых ценных бумаг, включены в котировальные списки иностранных фондовых бирж (прошли листинг на иностранных фондовых биржах), перечень которых утвержден ФСФР.

РДР могут быть также включены в котировальный список «В», если заключен договор о выполнении участником торгов обязательств маркетмейкера в отношении соответствующих расписок в течение всего срока их нахождения в данном котировальном списке.

Включение РДР в котировальный список «В» не допускается, если ранее осуществлялся делистинг расписок, удостоверяющих права в отношении представляемых ценных бумаг этого же эмитента, на всех фондовых биржах, включивших такие расписки в котировальные списки (см. выше о делистинге).

Что мешает?

Вице-президент ММВБ М. Медведева[1] прогнозирует первые размещения РДР в апреле 2008 года. Однако пока еще не все вопросы, связанные с РДР, урегулированы. До настоящего времени не установлены особенности ведения реестра расписок депозитариями. По мнению заместителя начальника управления эмиссионных ценных бумаг ФСФР П. Филимошина, подзаконный акт ФСФР, определяющий эти особенности, будет утвержден Службой в ближайшее время[2]. ◻

Нормативные акты, регулирующие оборот РДР

Федеральный закон от 30.12.2006 № 282-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг»

Стандарты эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг, утверждены приказом ФСФР России от 25 января 2007 года № 07-4/пз-н

Положение о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг, утверждено приказом ФСФР России от 10 октября 2006 года № 06-117/пз-н.

Положение о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов, утверждено приказом ФСФР России от 8 февраля 2007 года № 07-13/пз-н

Положение о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг, утверждено приказом ФСФР России 09 октября 2007 года № 07-102/пз-н

Ссылки

[1] Российский фондовый рынок навстречу иностранным эмитентам: Интервью с вице-президентом ЗАО ММВБ Мариной Медведевой // Рынок ценных бумаг. 2008. № 1. С. 57.

[2] Шевель О. В ожидании расписок // Финанс. 2008. №. 1.

Новый. Нужный!

Виктор Шахурин
генеральный директор ООО «Универ менеджмент»

25 марта на Фондовой бирже ММВБ прошло дебютное размещение нового инструмента — биржевых облигаций. Отечественный рынок ценных бумаг прирос инструментом, который обладает чрезвычайно востребованными качествами, — удобством и быстротой организации выпуска. Это дает возможность оценивать перспективы биржевых облигаций достаточно позитивно.

Особенности выпуска и обращения биржевых облигаций таковы:

- для осуществления их эмиссии не требуется государственная регистрация;
- не требуется также государственная регистрация отчета об итогах выпуска (после подведения итогов размещения биржа сама направляет соответствующее уведомление в ФСФР);
- стандарты проспекта биржевых облигаций значительно либеральнее сравнительно с корпоративными облигациями.

Срок размещения биржевых облигаций не может превышать одного месяца с даты начала размещения. Фондовая биржа обязана уведомить ФСФР России о допуске биржевых облигаций к торгам, а также о завершении размещения и его итогах. Срок рассмотрения фондовой биржей документов эмитента устанавливается фондовой биржей самостоятельно, но в соответствии с требованиями ФСФР России.

Рынок получил новый инструмент не сразу, его появлению предшествовали определенные события. Так, еще в мае 2005 года Федеральная служба по финансовым рынкам подготовила и направила в правительство проект федерального закона, предполагавшего появление на российском фондовом рынке биржевых облигаций.

Федеральным законом от 27 июля 2006 года № 138-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» были внесены поправки, которые впервые ввели в действующее законодательство новое понятие, — биржевая облигация. А 15 мая 2007 года Федеральная служба по финансовым рынкам зарегистрировала Правила листинга, допуска к размещению и обращению ценных бумаг в Закрытом акционерном обществе «Фондовая биржа ММВБ» и Правила допуска биржевых облигаций к торгам в Закрытом акционерном обществе «Фондовая биржа ММВБ». И уже 22 августа 2007 года дирекция ЗАО «Фондовая биржа ММВБ» приняла решение о допуске биржевых облигаций компании «Аптечная сеть 36,6» к торгам в процессе их размещения в ЗАО «ФБ ММВБ».

Однако «Аптечной сети 36,6» не суждено было стать пионером на рынке биржевых облигаций. Компания отказалась от их выпуска и рефинансировала свои долги за счет продажи непрофильных активов.

Первой компанией, разместившей свои биржевые облигации, стало ОАО «РБК — Информационные системы», которое, напомним, было и первой российской компанией, удачно разместившей свои акции в ходе IPO в апреле 2002 года на РТС и ММВБ. 25 апреля 2008 года на ФБ ММВБ было размещено 1,5 млрд рублей облигаций из общего объема 12 млрд рублей зарегистрированных бумаг. Облигации погашаются через год, тогда же будет выплачен и единственный купон, который был определен в ходе аукциона по размещению в размере 12,25% годовых.

Новый инструмент, безусловно, имеет хорошие перспективы. О желании разместить в ближайшее время свои выпуски биржевых облигаций заявили АвтоВАЗ (на общую сумму 2 млрд рублей) и группа «Разгуляй» (на общую сумму 2 млрд рублей). Если ставки размещения этих выпусков будут ниже, чем у РБК, а объемы размещения близки к заявленным, в перспективе уже до конца 2008 года мы увидим еще несколько достойных эмитентов, пожелавших разместить свои выпуски биржевых облигаций.

В докладе ФСФР «О мерах по совершенствованию регулирования и развития рынка ценных бумаг на 2008–2012 годы и на долгосрочную перспективу», предложенному к обсуждению участникам фондового рынка, была поставлена цель внесения уточнений в регулирование процедур эмиссии биржевых облигаций до завершения 2008 года. «Развитие этого инструмента отчасти сдерживается тем, что круг лиц, имеющих право осуществлять эмиссию таких ценных бумаг, ограничен. Следует расширить круг лиц, имеющих право выпускать биржевые облигации. Кроме того, необходимо разрешить возможность внебиржевого обращения указанных ценных бумаг», говорится в Докладе.

Ирина Слюсарева
главный редактор Вестника НАУФОР

Кто не движется – отстает

В Москве состоялась традиционная, третья по счету конференция НАУФОР «Российский фондовый рынок: создание международного центра».

Несколько предшествующих лет подряд российский рынок рос хорошими темпами. увеличились объемы биржевых торгов, росла индустрия коллективных инвестиций, рынком заинтересовались физические лица — список достижений дает поводы для радости. Но правда и в том, что россйский рынок по-прежнему не входит в список зрелых рынков.

Заявленная в названии конференции тема — создание международного финансового центра — является для НАУФОР очередным этапом проекта, осуществляемого на протяжении двух последних лет. Начиная работу над исследованием «Идеальная модель фондового рынка России», Ассоциация ставила задачу описать в названном документе конкурентоспособный в глобальном контексте рынок ценных бумаг, определить параметры такого рынка (не только российского, а любого) во временной перспективе до 2015 года. Но, разумеется, конечная цель данного проекта НАУФОР — создать своего рода «дорожную карту» достижения должной конкурентоспособности именно для России.

Процессы глобализации мирового рынка капитала чрезвычайно остро ставят этот вопрос. Российский рынок, скорее всего, стоит перед выбором: либо перейти в категорию развитых рынков, либо прекратить существование. Но если он сумеет достичь параметров «идеальной модели», то это именно и будет означать, что Россия сумела создать международный финансовый центр (МФЦ).

В это же время ФСФР предложила для обсуждения проект Доклада о мерах по совершенствованию регулирования и развития рынка ценных бумаг на 2008–2012 годы и на долгосрочную перспективу, где также ставится вопрос о «качественном повышении конкурентоспособности российского рынка ценных бумаг и формировании на его основе самостоятельного мирового финансового центра».

Панель 1: Финансовый рынок и экономическое развитие страны

Конференцию открыл **председатель Совета директоров НАУФОР Сергей Васильев.**

Игорь Юргенс, первый вице-президент компании «Ренессанс капитал», отметил, что над концепцией международного финансового центра (МФЦ) начинали работать на повышательном тренде, а заканчивали в период кризиса, который стал своего рода катализатором. Доклад ФСФР о мерах по совершенствованию рынка ценных бумаг поступил в правительство своевременно, но для реализации намеченных задач следует сделать многое. В прави-

тельстве параллельно рассматривается Концепция долгосрочного развития России (КДР). Ряд мер, рекомендованных в Концепции (скажем, изменения налогового режима), рекомендует также и ФСФР, и разработанная НАУФОР Идеальная модель фондового рынка. Но прописаны эти меры в каждом из документов по-разному. Концепции должны быть сопряжены, поскольку речь идет о выработке единой стратегии развития.

Но даже если итоговый документ будет согласован и принят, то для создания финансового центра понадобится сделать еще целый ряд важных вещей. Кроме того, общепринятым международным стандартам должно соответствовать не только качество финансового рынка, но в целом качество жизни в России. Если непосредственно после принятия стратегии развития начинать ловить шпионов в ВР, то такими методами заявленных задач не решить. Глобализация тянет за собой цивилизационные вызовы, подытожил г-н Юргенс, поэтому сообщество должно быть креативным.

— Мы не можем не думать о международном финансовом центре, — заявил **модератор дискуссии Алексей Тимофеев, председатель правления НАУФОР**, — поскольку Россия должна самостоятельно обеспечивать финансирование собственной экономики.

Председатель комитета СФ РФ Дмитрий Ананьев начал свое выступление с констатации того факта, что основные результаты 2007 года были благоприятны для нашего финансового рынка. Российские компании привлекли в рамках IPO больше, чем компании других европейских стран: средний размер привлеченного в рамках IPO капитала превысил $1 млрд. Предложения Сбербанка и ВТБ стали в 2007 году крупнейшими размещениями в мире. Сама аббревиатура IPO больше не является для основных акционеров эвфемизмом, обозначающим «фиксацию прибыли».

За 2007 года более чем в два раза увеличились объёмы биржевых торгов; удвоилось количество участников торгов — инвесторов, в т.ч. физических лиц. В 4 раза вырос биржевой оборот паев. За год на ММВБ были допущены более 200 новых бумаг.

Изменилось и само качество внутреннего рынка:

- на нерезидентов теперь приходится лишь 36% объёма торгов ММВБ;
- внутри страны размещаться стало выгоднее и интереснее;
- российский фондовый рынок занял место в ряду наиболее капитализированных фондовых рынков мира и, наконец, стал выполнять функции превращения сбережений в инвестиции.

2007 был также годом законодательной активности. Подготовлены законодательные условия для выпуска российских депозитарных расписок иностранных эмитентов. Ожидается, что в весеннюю сессию будет принят законопроект по прямому допуску иностранных ценных бумаг на российские биржи; принят в первом чтении законопроект, упрощающий процедуру эмиссии акций кредитных организаций. Наконец, запущен новый инструмент — биржевые облигации.

Так что цель превращения Москвы в международный финансовый центр представляется на текущем этапе хотя и амбициозной, но вполне достижимой: лет за 10, к 2020 году можно было бы попытаться ее реализовать. Что для этого нужно? Объединить усилия и реализовать детальный план, представленный регулятором фондового рынка.

Сергей Швецов, директор Департамента операций на финансовых рынках ЦБ РФ, отметил, что Китай имеет два финансовых центра, которые принципиально отличаются по формату. Шанхай является локальным центром для китайской экономики, а Гонконг — международный центр. Россия должна четко понимать, что именно она хочет иметь: Шанхай или Гонконг?

Глобальная конкуренция — это война идей, их производство должно быть

поставлено на конвейер. Но у нас такого конвейера нет, поэтому от появления идеи до ее внедрения в России проходит не менее 4 лет. Этот порядок вещей следует пересмотреть, в том числе законодательно.

Но даже повторение лидерства само по себе не гарантирует успеха: должны возникать собственные идеи.

Факторный анализ наших успехов, преимуществ и недостатков отсутствует. Например, наше конкурентное преимущество — русский язык, однако, оно же может быть нашей слабостью. Должны ли мы русифицировать наш деловой оборот? Не означает ли это сдачу позиций?

Еще одна проблема: на нашем рынке недостаточно инструментов. Никакой собственник не будет открывать супермаркет, если в нем нет широкого выбора товаров. Для расширения инструментальной базы должны быть приняты базовые законодательные акты:

- закон о клиринге
- закон о металлических счетах
- закон о секьюритизации.

Значительную роль в законодательном процессе могут играть саморегулируемые организации (СРО): в Государственной думе имеет место дефицит не только идей, но также хорошо проработанных текстов.

В стране имеются также проблемы с судебной системой. Альтернативой может быть развитие третейских судов. Обучение судей — одно из приоритетнейших направлений.

Серьезным результатом прошлого года, по мнению **руководителя ФСФР Владимира Миловидова**, помимо финансовых показателей, является то, что в результате совместной работы экспертов ФСФР и рынка «зазор между программой ФСФР и программой рынка стал минимальным». Подготовленная ФСФР программа практически совпадает также и с предложениями МЭРТ. Дело теперь сводится не к выработке свода необходимых мер по развитию рынка (они, в целом, идентичны), а в том, как их реализовать.

В состоянии покоя можно потерять и то, что уже достигнуто. Очевидный набор необходимых мер разработан, теперь дело за тем, чтобы принять их очень быстро.

Один из ключевых вопросов — консолидация инфраструктуры. Этот процесс определяют три ключевых закона:

- о центральном депозитарии;
- о биржах;
- о клиринге.

Но одно дело принять закон, другое — его внедрить. Круг экспертов, работающих над разработкой законопроектов, следует сконцентрировать и сделать опорой для подготовки единой стратегии.

Надо договориться по инфраструктуре: нужен ли ЦД? Один ЦД должен быть или нет? И так далее.

Надо выработать общий взгляд на то, как структурировать финансовый центр. Пересмотреть некоторые вопросы налогообложения. Нужна дальнейшая либерализация процедуры эмиссии: следует найти баланс, усиливая контроль, но в то же время давая компаниям возможность выхода на рынок. В целом, сообщил коллегам **г-н Миловидов**, на ближайшую перспективу Федеральная служба сформулировала для себя 12 приоритетных задач.

От разговора об успехах российского рынка не удержался и **президент ММВБ Александр Потемкин.** Мы попали в двадцатку крупнейших бирж мира по оборотам, заметил он, но следует помнить, что она чрезвычайно неустойчива по составу. Позиции лидера быстро утрачиваются. Поэтому надо двигаться, надо делать финансовый центр.

Следует бороться за иностранного инвестора. Существуют огромные рынки, инвесторский потенциал которых у нас не задействован. Прежде всего, это азиатский рынок, оборот которого составляет 600–700 млрд долл. в день. Имеется потенциал и у рынка СНГ, хотя его ликвидность уходит за рубеж, а деньги населения в него не вовлечены. Это проблема, но это и колоссальный резерв для развития российского рынка: финансовые потоки легко пересекают границу, а за ними на российский рынок могут прийти эмитенты.

Мы уже сейчас видим проекты российских брокеров, нацеленные на привлечение в Россию иностранных инвесторов. Программа перехода на частичное преддепонирование, реализуемая сейчас ММВБ, также рассчитана на иностранных инвесторов. И на российские инвестиционные банки, нацеленные на глобальную работу.

Но все-таки ключевой задачей является развитие национального рынка капитала, прежде всего, укрепление инвесторской базы. Пока мы далеки от успехов в этой области.

Существует очевидный набор мер, которые следует осуществить для реализации проекта создания МФЦ. Одной из таких самоочевидных мер г-н Потемкин назвал создание для инвесторов налогового режима наибольшего благоприятствования.

В последнее время российский фондовый рынок сменил парадигму развития, — заявил **президент биржи РТС Роман Горюнов**. — Два года подряд, в 2005 и 2006, Индекс РТС рос стремительно. В 2007 году, не в пример предыдущим периодам, вырос лишь на 19,2%. В текущем году он пока находится, сравнительно с предыдущим, в минусе, и его перспективы на будущее непонятны.

Динамика объемов торгов на рынке акций тоже демонстрирует замедление, в сущности, она нулевая. Основной рост приходится на рынок репо.

Характерная для нашего рынка концентрация ликвидности в 9–10 бумагах не меняется: доля бумаг из топ-10 в общем объеме торгов акциями занимает 94,8%. На долю десяти наиболее капитализированных эмитентов приходится три четверти общей капитализации рынка. Этот показатель, что очевидно, чрезвычайно высок в сравнении с показателями большинства иностранных

Тим Рюкрофт

Геннадий Марголит

фондовых рынков. Иными словами, российский рынок ценных бумаг качественно не меняется и продолжает быть в высшей степени спекулятивным.

Сравнение объемов торгов акциями и деривативами за 2007–2008 годы демонстрирует опережающий, сравнительно со спотом, рост рынка производных.

Таким образом, тот факт, что рынок акций в настоящий момент проходит фазу замедления, совершенно очевиден. Рост может продолжаться в основном уже только за счет снижения издержек. Издержки, в свою очередь, могут снижаться путем применения ряда мер:

- за счет применения менее затратных технологий;
- через совершенствование самого рынка;
- привлечением новых эмитентов;
- увеличением клиентской базы;
- а также через появление новых инструментов.

Панель 2: Инфраструктура российского рынка и ее развитие

Объективные предпосылки для создания МФЦ в России действительно есть, констатировал **заместитель генерального директора ЗАО «ФБ ММВБ» Геннадий Марголит**. У Лондона и Сингапура не было возможностей опираться на национальные экономики и, в конечном счете, на внутренний спрос. У нас эта возможность есть. Еще один наш шанс — уникальный часовой пояс.

Однако в первую очередь МФЦ — это международные инвесторы. Для них, конечно, важно качество жизни в стране в целом, но за него финансисты не отвечают. А по обустройству собственно фондового рынка в России многое сделано. Наша инфраструктура в целом неплоха, а что касается схемы преддепонирования, то она соответствует специфике отечественного рынка. Вертикальное интегрирование торговых площадок — также доминирующая в мире модель.

Николай Егоров, директор НДЦ, констатировал, что создание МФЦ во многом определяется качеством инфраструктуры, и дело здесь не сводится лишь к консолидации соответствующих организаций. Консолидация инфраструктуры — процесс, быть может, и нужный, однако, непростой и длительный. Определенные элементы учетно-расчетной структуры должны обеспечивать нашу конкурентоспособность уже сейчас, независимо от степени их консолидированности.

О консолидации инфраструктуры, что естественно, говорил и **президент ДКК Михаил Лауфер** (интервью с ним читайте на с. 16–23).

Тим Рюкрофт, директор по исследованиям компании «Томас Мюррей», в своих выводах относительно перспектив российской инфраструктуры был достаточно оптимистичен.

Панель 3. IPO и новые финансовые инструменты

Управляющий директор ООО «Дойче банк Россия» Дмитрий Снесарь, открывавший эту часть конференции, начал с замечания, что существующие финансовые центры — Нью-Йорк, Гонконг, Лондон, Франкфурт — жестко конкурируют между собой. Россия в этой гонке не участвует. По линии от Нью-Йорка к Азии ликвидность размывается и падает. Правильный шаг — включаться в гонку, тем более, что наше экономическое положение, по прогнозам, будет улучшаться. Следует сконцентрироваться на привлечении новых компаний из России, СНГ и, возможно, Восточной Европы.

Еще одна ключевая задача создания МФЦ — совершенствование инфраструктуры: биржевой, депозитарной, кастодиальной.

В России есть активы, которые сейчас безумно интересны иностранцам: инфраструктура, ритейл, страхование, банки. Но пока у этих компаний низкие

мультипликаторы, и их собственники не готовы выходить из бизнеса дешево.

Управляющий директор Альфа-банка Доминик Гуалтиери поделился с участниками конференции своими соображениями о перспективах российского рынка секьюритизации: по мнению докладчика, они огромны. Рынок растет, но проблема в том, что пока большинство сделок заключается в иностранных юрисдикциях. Однако сейчас все мировые рынки закрыты и переживают последствия американского ипотечного кризиса. Так что в период затишья есть возможность заняться усовершенствованием российского рынка, в том числе в части законодательства и налогообложения. В законодательстве должны быть, в частности, четко прописаны понятие SPV и возможность транширования сделок. Следует также добиваться изменения инвестиционных деклараций российских институциональных инвесторов.

Деньги в стране есть, так что будущее сулит исполнение наших больших надежд, оптимистично закончил свое выступление г-н Гуалтиери.

Этот ход обсуждения поддержала **Елена Курицына, заместитель руководителя ФСФР**, сообщившая, что Федеральная служба намерена продолжать работу над законом о секьюритизации. Помимо самого регулирования, законопроект содержит много новаций, которые будут полезны всем эмитентам. ФСФР вообще достаточно много работает над упрощением процедур эмиссии, хотя, заметила г-жа Курицына, следует находить баланс между интересами эмитента и инвестора.

Следующий докладчик, **замдиректора департамента лицензирования и финансового оздоровления ЦБ РФ Елена Музыка**, рассказала о законотворческой деятельности Центрального банка. В частности, о подготовленном и прошедшем первое чтение законопроекте, упрощающем эмиссию ценных бумаг кредитных организаций.

Панель 4: Финансовые институты и инвесторы

Заместитель руководителя ФСФР Сергей Харламов, открывавший последнюю панель, начал с сообщения о том, что проект закона об инвестиционных фондах дает участникам рынка возможность реализовать процедуры, прописанные для квалифицированных инвесторов.

Далее г-н Харламов подробно остановился на текущих вопросах внедрения стандартов электронного документооборота.

Многочисленные вопросы относительно реализации возможностей нового закона об инвестиционных фондах, незамедлительно последовавшие из зала, г-н Харламов частично переадресовал **Татьяне Медведевой, эксперту ФСФР**. У нового регулирования, отметила г-жа Медведева, имеются и плюсы, и минусы — как для инвесторов, так и для профучастников. Понятно, что инвесторы столкнутся с ограничением ликвидности приобретаемых инструментов. А у профучастников возникнут трудности в части признания инвесторов квалифицированными, будут и вопросы относительно определения степени ответственности таких инвесторов.

Новые нормативные акты описывают процедуру признания инвестора квалифицированным и критерии такого признания.

Создание рынка для квалифицированых инвесторов — очень важное начинание. За ним должно будет последовать создание полноценного рынка услуг для розничных инвесторов, в том числе создание доступных им инструментов, а также института инвестиционных консультантов.

Все это очень важно для расширения рынка, в частности, для региональных брокеров.

Как раз в качестве представителя брокерской компании выступил далее **генеральный директор ООО «Ренессанс онлайн» Максим Малетин**.

Профессиональные участники ждут прихода на рынок массового частного инвестора, но что реально они готовы ему предожить? — задался вопросом г-н Малетин. И за счет какой категории клиентов брокер реально может расти?

Сейчас брокеры повышают рентабельность своей работы за счет увеличения прибыли: привлекают как можно больше частных инвесторов и как можно более активно инициируют их биржевые обороты; а затраты (в том числе на риск-менеджмент, на IT-технологии и разработку стратегий) максимально сокращают. Но розничный брокер должен работать с клиентом персонально, а затраты нельзя снижать до бесконечности. К тому же брокер, работающий на «раскрутке» оборотов мелкого частного инвестора, уже не сможет работать с институциональным инвестором.

Каков выход? Следует развивать различные формы индустрии коллективных инвестиций и доверительного управления. А розничному брокеру пусть останутся грамотные, требовательные, обладающие сравнительно большими средствами частные инвесторы: работая с такими клиентами, он будет расти и сам.

Наталья Сидорова, начальник депозитарного отдела ИНГ Банка (Евразия), подробно говорила о позиции конкретной категории инвесторов — глобальных кастодианов (см.: Наталья Сидорова. Оговорочный оптимизм. — Вестник НАУФОР, № 4, с. 24–27).

Директор депозитария Росбанка Михаил Братанов завершил конференцию докладом о продуктовом ряде российского депозитария. ◻

Михаил Лауфер
Президент ДКК

Международная интеграция учетной системы

Практика подскажет путь внутренней консолидации и интеграции российской учетной системы в глобальном масштабе

Международная интеграция учетной системы — процесс неизбежный. Вопрос в том, насколько безболезненно этот процесс будет происходить.
Президент ДКК Михаил Лауфер делится своими соображениями с «Вестником НАУФОР» относительно проблем интеграции российской и международной учетных систем.

— Михаил Анатольевич, есть повод для поздравлений — то, о чем так долго говорили в ДКК, наконец свершилось. Имеется в виду увеличение капитала компании.

— Ну не то, чтобы совсем свершилось — об этом можно будет говорить лишь по итогам размещения допэмиссии, которое предполагается завершить в начале второго полугодия, но историческое решение все-таки было принято: акционеры единогласно проголосовали за увеличение уставного капитала ДКК на 800 млн рублей. Это действительно большая победа.

— Победа над кем?

— Это победа над ситуацией, казавшейся всем тупиковой. Многие открытым текстом говорили, что при таком составе главные акционеры ДКК никогда не смогут договориться. Слишком неочевидны были пути сближения их позиций. Но они нашли выход. Конечно, это достигнуто путем взаимных уступок — по-другому и быть не могло. Главное — найдено компромиссное решение, устраивающее на сегодняшний день обе стороны. С этой точки зрения тут равная заслуга и нас, и наших коллег из группы ММВБ. Мы в равной степени были заинтересованы в «мирном» разрешении создавшейся непростой ситуации.

— Не секрет, что в разрешении конфликта большая заслуга регулятора.

— Безусловно. Участие государственного регулирующего органа в разрешении проблемной ситуации дает переговорному процессу хороший дополнительный импульс. Одно дело, когда вопрос касается локальных межкорпоративных конфликтов, другое — когда речь идет о двух крупнейших расчетных депозитариях национального фондового рынка. Но компромиссное решение в итоге все-таки было найдено.

— Что даст ДКК дополнительная эмиссия? Насколько это важно сейчас, когда вопрос о создании Центрального депозитария отложен?

— Нам необходимо иметь достаточный уровень капитализации, средства для развития и некие стратегические резервы. Мы рассматриваем допэмиссию как источник существенного повышения капитала компании в короткий срок. Она даст возможность совершенствовать технику и технологию, чтобы не отстать от жизни, а это процесс непрерывный. Мы привыкли работать на упреждение и не намерены изменять этой своей привычке.

Увеличение капитала даст нам большую самостоятельность, большую оперативность при принятии решений в нашей текущей деятельности. Задачи, которые ставят перед нами акционеры, должны своевременно выполняться, и наличие ресурсов — необходимое для этого условие. Это понимают все, кто заинтересован в развитии ДКК как самостоятельной организации.

К тому же следует учитывать современные тенденции роста капитализации инфраструктуры российского финансового рынка, повышения ее конкурентоспособности при выходе на международный рынок.

Наконец, наши контрагенты, устанавливая лимиты своих операций, не в последнюю очередь ориентируются на размер собственных средств ДКК. Рост оборота торгов, связанный с ним рост объема расчетных операций предъявляют дополнительные требования к торговым, расчетным и депозитарным системам, с тем чтобы не допустить пропорционального возрастания рисков.

Ведь только за прошедший год совокупный объем расчетных операций в ДКК вырос более чем вдвое, составив почти 6 трлн рублей. При этом стоимость клиентских активов на хранении увеличилась на 50%, до 3 трлн рублей.

— Означает ли это, что средства, полученные от дополнительной эмиссии акций,

3
трлн руб

стоимость клиентских активов на хранении

Унификация стандартов электронных сообщений — одна из важнейших проблем, требующих решения и для ускорения процесса интеграции российской и международной учетных систем, и для взаимодействия отечественных учетных систем между собой.

будут полностью израсходованы ДКК на совершенствование расчетной системы?

— Расчетно-депозитарная система — это наша технологическая база. Разумеется, некоторая часть средств будет потрачена именно на нее, ведь предстоит ее серьезная модернизация, понадобится и новое программное обеспечение, и новое «железо», по своим параметрам подходящее под новые программные средства. В ДКК, как и в большинстве организаций, обрабатывающих информацию в электронном виде, обеспечение непрерывности бизнеса, управление операционными рисками в значительной степени зависят от используемых программно-аппаратных решений.

Мы, не дожидаясь поступления средств от допэмиссии, уже профинансировали существенную часть стоимости работ по созданию нового программного обеспечения компанией СМА — нашим основным подрядчиком в области разработки ПО.

Разумеется, совершенствованием аппаратно-программного комплекса наше развитие не ограничивается. Мы — растущая компания; как и для любой инфраструктурной компании, для нас действует закон, заставляющий подтверждать собственную надежность адекватным ростом капитала.

— Какова стратегическая цель технического перевооружения ДКК?

— Мы хотим получить высокопроизводительный программно-технический комплекс, автоматизирующий все бизнес-процессы ДКК. Это позволит нам отказаться от ряда отработавших свое и устаревших технических решений, не рассчитанных на существенный рост объема операций в будущем. С новым же комплексом мы надеемся на комфортную работу на протяжении еще многих лет.

Программные решения комплекса будут базироваться на масштабируемых технологиях. Это означает, что в них заложена возможность многократного увеличения мощности при росте эксплуатационной нагрузки. Операционные базы данных и другие ресурсы, необходимые для обеспечения бизнес-процессов ДКК, должны при этом иметь надежную систему резервирования. Оперативность переключения на резервные мощности в новом комплексе существенно повысится.

Одной из стратегических задач, решаемых при развитии программного комплекса ДКК, является практически полный отказ от бумажного документооборота, за исключением работы с документами, не допускающими, согласно законодательству России, передачу в электронном виде. Необходимо будет обновить форматы поручений, перейти на современный стандарт ISO, содержащий меньше ограничений. При этом будет сохранена возможность пересылки подготовленных сообщений с использованием различных каналов связи, включая S.W.I.F.T.

Все это должно обеспечивать максимальный с точки зрения современных технологий уровень надежности и удобства проведения операций.

— Насколько актуальна сейчас, по вашему мнению, задача унификации стандартов, применяемых при электронном документообороте?

— Российская учетная система в том виде, в каком она существует на сегодняшний день, даже при ее децентрализации и отсутствии единых технологических стандартов, демонстрирует завидную устойчивость и

Выстраивая и развивая собственную инфраструктуру, Россия должна учитывать все то, что происходит на мировом рынке, дабы конечный результат внутренней консолидации не шел вразрез с превалирующими международными тенденциями.

работоспособность — это относится, в том числе, и к применяемым стандартам электронного документооборота. Унификация стандартов электронных сообщений — одна из важнейших проблем, требующих решения и для ускорения процесса интеграции российской и международной учетных систем, и для взаимодействия отечественных учетных систем между собой. Мне представляется, что задача унификации стандартов ЭДО должна быть решена в первую очередь, вне зависимости от того, какие последуют институциональные решения. Конкурентная борьба на современном финансовом рынке — это, прежде всего, борьба за наиболее прогрессивные технологии, которые призваны сокращать издержки и снижать риски участников рынка. В полной мере это относится к рынку депозитарных и расчетных услуг.

Расчетно-депозитарная система ДКК с самого начала строилась с учетом международных стандартов — система электронного документооборота с клиентами создавалась на основе действовавших тогда форматов ISO для финансовых сообщений. Следующим шагом стало подключение ДКК в 1998 году непосредственно к системе S.W.I.F.T. Мы были первым расчетным депозитарием в России, который начал использовать эту систему для электронного документооборота с депонентами. В настоящий момент через S.W.I.F.T. с нами работают крупнейшие отечественные банки и «дочки» западных финансовых институтов. В последнее время интерес к работе через S.W.I.F.T. проявляют также крупные инвестиционные компании.

— То есть вы хотите сказать, что ДКК, используя S.W.IF.T., максимально продвинулась по пути интеграции с международными расчетными организациями?

— Именно так.

В процессе роста и развития рынка ценных бумаг в России сформировались различные технологии электронных коммуникаций, множество корпоративных систем ЭДО с собственными стандартами. И даже если это были стандарты S.W.I.F.T., все равно сообщения выглядели по-разному, и значит использовать их в режиме сквозной обработки данных было сложно.

Кроме того, регулятивные ограничения и неизбежные для любой страны национальные особенности функционирования финансового рынка требовали адаптации международных стандартов к российской действительности. А после перехода на ISO15022, который фактически является единым международным стандартом для операций с ценными бумагами, проблема использования стандартов S.W.I.F.T. уже касалась всего фондового рынка, а не только организаций, которые работают с этой системой.

В настоящее время ДКК при работе с клиентами использует и S.W.I.F.T., и собственную систему электронного документооборота, которая была разработана на основе форматов S.W.I.F.T. Системы совместимы, что дает возможность нашим клиентам одновременно работать и через S.W.I.F.T., и через ЭДО ДКК, и самим выбирать, каким образом передавать нам поручения и принимать отчеты. Выстроив форматы ЭДО на базе S.W.I.F.T., мы не только сделали шаг к интеграции с международной системой расчетов, но и стимулировали своих клиентов развиваться в этом же направлении. В результате клиенты ДКК получили не локально применимую технологическую разработку, а систему, построенную на мировых стандартах обмена электронными сообщениями. Использование стандартов ISO в документообороте позволило нам подтянуть технологии и программные комплексы участников до уровня, принятого в международной практике. В результате работа с международными стандартами финансовых сообщений, которая раньше была привилегией немногих кастодиальных банков при обмене информацией с зарубежными контрагентами, в настоящий момент становится обычным делом на российском фондовом рынке.

В феврале этого года ДКК подключилась к новому сервису S.W.I.F.T.NetMail. Он позволяет обмениваться сообщениями любого формата, используя стандартные почтовые программы и систему защиты информации S.W.I.F.T. В планах ДКК — разработка рекомендаций для клиентов по использованию сообщений S.W.I.F.T. ISO15022 при проведении корпоративных действий.

— Давайте все же несколько отойдем от технологий и вернемся к вопросу консолидации российской учетной инфраструктуры.

— Мне представляется, что консолидация — это, прежде всего, вопрос унификации или, по крайней мере, совместимости технологий, именно поэтому я весьма подробно остановился на деталях технологических решений, применяемых нашей организацией.

Выстроив форматы ЭДО на базе S.W.I.F.T., мы не только сделали шаг к интеграции с международной системой расчетов, но и стимулировали своих клиентов развиваться в этом же направлении.

Выстраивая и развивая собственную инфраструктуру, Россия должна учитывать все то, что происходит на мировом рынке, дабы конечный результат внутренней консолидации не шел вразрез с превалирующими международными тенденциями. Это означает признание и принятие международных стандартов. Что же касается решений институциональных, то они могут быть различными в зависимости от особенностей текущего момента. Мне не кажется это принципиальным. Для инфраструктуры, обслуживающей рынок, важно исходить из потребностей всего рынка, а не из корпоративных интересов и амбиций.

Очевидно, что попыткой консолидировать учетную систему по институциональному принципу стал проект закона о Центральном депозитарии. Сейчас он временно отложен, но задачу консолидации учетного бизнеса никто с повестки дня не снимал. Вернется ли проект создания ЦД вновь, когда и в каком виде, в каком направлении будет дорабатываться, сейчас сказать сложно. Главное, чтобы к этому времени участники процесса согласились, что консолидация бизнеса и консолидация собственности — это не одно и то же, и что последнее не обязательно должно предварять первое. При этом под консолидацией бизнеса я понимаю такую модель, которая позволит аккумулировать технологические и финансовые ресурсы для повышения конкурентоспособности российского рынка депозитарных услуг, а также использовать наиболее оптимальные организационные решения. Если такое понимание участниками будет достигнуто, все остальное — это действительно вопрос технологий.

Например, любой расчетный депозитарий должен получить право обслуживать любую фондовую биржу, любая фондовая биржа обязана допустить к проведению расчетов любой расчетный депозитарий напрямую, а не через институт держателя. ДКК в таком случае

Определенный набор протекционистских мер на первоначальном этапе просто необходим, но лучше, если усилия регулятора будут дополняться активной позицией и мощным иммунитетом самих рыночных игроков.

может стать расчетным депозитарием Фондовой биржи ММВБ.

Институт держателя, безусловно, отвечал требованиям рынка десятилетней давности, но время ушло вперед. Участники должны иметь возможность выбирать те расчетные депозитарии, которые им более удобны, более экономически эффективны, и не переплачивать при этом за посреднические услуги, как они это делают сейчас. И мы с полным основанием сможем утверждать, что у нас унифицирован стандарт для обслуживания бирж, унифицированы другие условия, созданы все предпосылки для консолидации, поскольку консолидировать придется, если нужно, только капитал, а технологии и так уже будут совместимы.

— При том, что данное предложение представляется интересным и, наверняка, найдет поддержку у участников торгов, насколько оно реализуемо?

— В инфраструктуре существует очень мало нереализуемых в принципе задач. Технологически задача вполне решаема. Разумеется, потребуются технологические доработки и некие организационные изменения. И, конечно же, основой реализации проекта должна стать интенсификация корреспондентских отношений, расширение номенклатуры ценных бумаг, обращающихся по мосту, рост взаимных лимитов, увеличение времени междепозитарного взаимодействия.

— По вашему мнению, процесс консолидации учетного бизнеса — это непременное условие международной интеграции?

— Думаю, да.

Международная интеграция учетной системы — процесс неизбежный. Вопрос в том, насколько безболезненно этот процесс будет происходить. И для самих участников — расчетных депозитариев, и для их клиентов — кастодианов, и для регистраторов. Если рассматривать процесс интеграции чисто технологически, он сведется к установлению определенного набора договорных отношений, связывающих всех участников в некую технологическую цепочку. И к поддержанию процессов, обусловленных рамками этих договорных отношений. В этом аспекте несомненное преимущество у тех, кто заранее позаботился о соответствии своих технологий международным стандартам. Так, как это делает ДКК.

Помимо технологической консолидации, процесс укрупнения институтов учетной инфраструктуры и объединения их собственности, вероятнее всего, также будет продолжен.

В то же время интеграция — это и конкуренция со стороны международных игроков, это и депоненты-нерезиденты, и иностранные ценные бумаги на обслуживании.

— Насколько возможна конкуренция со стороны иностранных и международных учетных организаций? Не осложнит ли это жизнь отечественным депозитариям?

— Конечно, возможна. Более того, если отечественная учетная инфраструктура не будет консолидирована, рассчитывать, что она окажет сколь-либо серьезную конкуренцию международным финансовым организациям масштаба «Евроклира » и «Клирстрима », не приходится. Очень неравны пока силы. В этом случае появится угроза новой волны ухода российских ценных бумаг на зарубежные рынки, что будет неминуемо означать стагнацию отечественного фондового рынка. Конечно, с такими явлениями можно бороться административными методами, более того, определенный набор протекционистских мер на первоначальном этапе просто необходим, но лучше, если усилия регулятора будут дополняться активной позицией и мощным иммунитетом самих рыночных игроков. В таком случае конкуренция со стороны западных глобальных игроков окажется только полезной.

Если отечественная учетная инфраструктура не будет консолидирована, рассчитывать, что она окажет сколь-либо серьезную конкуренцию международным финансовым организациям масштаба «Евроклира » и «Клирстрима », не приходится.

— В рамках интеграции как обстоит дело с обслуживанием иностранных ценных бумаг? Готова ли ДКК к этому?

— Из иностранных центральных депозитариев в настоящее время прямые корреспондентские отношения у нас установлены только с Центральным депозитарием Казахстана. Иностранные ценные бумаги наших депонентов мы храним в ВТБ, через корреспондентский счет ВТБ в «Клирстриме».

Мы ведем переговоры с международными клиринговыми системами об установлении прямых корреспондентских отношений, но сознательно не форсируем этот диалог, поскольку наши депоненты пока уклончивы в оценках потенциальных объемов операций с иностранными ценными бумагами. Технологически мы уже готовы к началу такой работы. Как только у депонентов появится реальный интерес, мы скон-

центрируем усилия на наиболее привлекательных рынках.

Но в работе с иностранными ценными бумагами имеется ряд сложностей, связанных с положениями современного российского валютного законодательства. Так, российский депозитарий, не являющийся кредитной организацией, открывающий денежные счета и счета депо в иностранных депозитариях и получающий доходы по ценным бумагам на указанные денежные счета, сталкивается с вопросом, насколько операция по получению доходов соответствует положениям статьи 12 Федерального Закона «О валютном регулировании и валютном контроле», устанавливающей требования к банковским счетам в банках за пределами Российской Федерации.

Кроме того, статья 12, а также статья 9 данного Закона, устанавливающая перечень операций между резидентами, не позволяют российскому депозитарию в случае открытия им денежного счета и счета депо в иностранном депозитарии реализовать услугу поставки против платежа, то есть проводить расчеты по операциям с ценными бумагами через денежный счет российского депозитария.

— Устранив ограничения валютного законодательства, мы получаем необходимое правовое поле для дальнейшей работы расчетных депозитариев?

— Правовое поле для расчетных депозитариев, конечно же, не исчерпывается положениями валютного законодательства.

Деятельность расчетных депозитариев существенно отличается от деятельности кастодианов. Наверное, пришло время где-то раскрыть содержание самого термина «расчетный депозитарий».

К сожалению, на сегодняшний день не существует отдельного нормативного акта, который регулировал бы деятельность расчетных депозитариев. И расчетные депозитарии, и кастодианы регулируются положением ФКЦБ, принятым 11 лет назад.

При этом деятельность расчетных депозитариев существенно отличается от деятельности кастодианов. Наверное, пришло время где-то раскрыть содержание самого термина «расчетный депозитарий», а также детализировать требования, предъявляемые к расчетным депозитариям как отдельной инфраструктурной группе.

Для расчетных депозитариев нужно нормативно закрепить требование об использовании системы электронного документооборота. Она должна обеспечивать обмен электронными сообщениями, подписанными электронной цифровой подписью, между организатором торговли, расчетным депозитарием и клиринговым центром, осуществляющим клиринг сделок, совершенных через организатора торговли, между расчетным депозитарием и депонентами, между расчетным депозитарием и держателем реестра, в котором расчетный депозитарий зарегистрирован в качестве номинального держателя.

Желательно, чтобы обязательства расчетных депозитариев по открытию счетов депо номинального держателя другим расчетным депозитариям также были закреплены нормативно.

Если мы решим такие частные вопросы, то сама практика, вероятнее всего, подскажет нам правильный путь как внутренней консолидации, так и интеграции российской учетной системы в глобальном масштабе. ◻

Если мы решим частные вопросы, то сама практика, вероятнее всего, подскажет нам правильный путь как внутренней консолидации, так и интеграции российской учетной системы в глобальном масштабе.

Оговорочный оптимизм

Специфика российского рынка не позволяет глобальным кастодианам оценивать Россию как страну, отвечающую их требованиям.

Начальник депозитарного отдела ИНГ Банка (Евразия) Наталья Сидорова рассказывает журналу «Вестник НАУФОР» о том, чего в принципе ждут от любого рынка глобальные кастодианы, и по каким причинам российский рынок ценных бумаг на данном этапе не соответствует их ожиданиям.

— Наталья, что думают о перспективах дальнейшего развития российского фондового рынка инвесторы, то есть та категория, на которую, в общем-то, должно быть нацелено и усовершенствование инфраструктуры, и снижение различных рисков, связанных с инвестициями в Россию?

— На российском фондовом рынке произошло немало позитивных изменений и существует немало факторов, способных порадовать инвесторов.

Однако в отношении определенной категории западных инвесторов и финансовых институтов ряд факторов не позволяет говорить о стабильной востребованности и привлекательности российского рынка для вложения капитала. И за последние несколько лет для них мало что изменилось.

— Что же это за инвесторская категория и в чем ее специфика?

— Я говорю прежде всего о тех инвесторах, которых мы называем глобальными кастодианами. Поскольку «ИНГ Банк» является кастодиальным депозитарием, обслуживающим значительное число именно глобальных кастодианов, мне кажется, что у нас достаточно опыта и знаний для того, чтобы объяснить, в чем же их специфика, чего они ждут от рынка и почему на данном этапе рынок не соответствует их ожиданиям.

Начнем с того, что во всем мире глобальные кастодианы используются инвесторами с целью получения широкого спектра услуг по хранению и администрированию активов фондов, причем речь идет о предоставлении сервисов не в одной стране, а сразу в нескольких странах или даже регионах. Глобальные кастодианы обычно не являются непосредственными инвесторами – собственниками ценных бумаг, они лишь действуют от имени своих клиентов, выполняя роль посредников и привлекая для оказания депозитарных услуг местных агентов–субкастодианов. Помимо этого, глобальные кастодианы руководствуются локальным законодательством, которое регулирует деятельность по оказанию услуг global castody, а также собственными глобальными процедурами в отношении операционных и других рисков, комплаенса, а также разграничению деятельности по собственно кастодиаль-

ным и другим операциям (брокерская деятельность, кредитование, управление денежными средствами и т.д.). Большинство инвесторов и их глобальных кастодианов при выборе субкастодиана также руководствуется критериями, установленными известным правилом 17f-7. В частности, это происходит на российском рынке.

Данное правило разрешает американским инвестиционным компаниям и фондам и их глобальным кастодианам хранить активы в зарубежном депозитарии только при условии, что он является "приемлемым депозитарием ценных бумаг" (Eligible Securities Depository). Подобный депозитарий должен отвечать ряду требований, о которых мы поговорим чуть позднее.

— Можно ли говорить о том, что специфика деятельности глобальных кастодианов как института, оказывающего определенный тип и набор услуг, влияет на специфику их требований к тому или другому рынку?

— Безусловно. Как мы помним, глобальные кастодианы не являются собственниками ценных бумаг, как правило, работают через посредников (локальных субкастодианов) и должны предоставлять своим клиентам доступ на ряд иностранных рынков.

Некоторые аспекты и специфика российского рынка ценных бумаг не позволяют глобальным кастодианам оценивать Россию как страну с развитой инфраструктурой, отвечающей их требованиям. Эта же специфика не позволяет и российским кастодианам оказывать им тот спектр услуг, на который они рассчитывают.

— Почему так происходит?

— Во-первых, действующее российское законодательство о рынке ценных бумаг не предусматривает концепции иностранного номинального держателя (foreign nominee concept). В связи с этим все иностранные инвесторы, включая упомянутых глобальных кастодианов, формально признаются собственниками ценных бумаг, хотя де-факто права владения, пользования и распоряжения такими ценными бумагами (т.е. право собственности) осуществляются клиентами глобальных кастодианов. Эта ситуация не может не вызывать обеспокоенности со стороны глобальных кастодианов, и наши клиенты считают, что концепция иностранного номинального держателя должна быть законодательно введена и закреплена в России, что позволит им де-факто и де-юре признаваться не собственниками, а номинальными держателями российских ценных бумаг.

Во-вторых, отсутствие концепции иностранного номинального держания накладывает на глобальных кастодианов в рамках Закона «О рынке ценных бумаг» № 39-ФЗ также и определенные обязательства по раскрытию информации. Скажем, они должны информировать о приобретении каким-либо лицом пяти и более процентов акций, а также о любом изменении этой ситуации. В связи с этим в настоящее время мы пытаемся выяснить у регуляторов, распространяются ли требования по раскрытию информации на такую категорию иностранных инвесторов, как глобальные кастодианы, поскольку ценные бумаги де-факто принадлежат их клиентам.

— Российская специфика этим исчерпывается?

— Нет. Другой аспект несовершенства российской инфраструктуры, по мнению глобальных кастодианов, связан с признанием или, вернее, непризнанием, статуса так называемых «неюридических лиц» (non-legal entities). Речь здесь идет вот о чем. Зачастую клиентами глобальных кастодианов являются организации, не являющиеся юридическими лицами по законодательству стран, где они созданы, или не обладающие всеми признаками или атрибутами юридического лица в смысле требований российского законодательства (инвестиционные и пенсионные фонды, трасты, партнерства и другие).

Отличие подобных организаций от российских юридических лиц может выражаться, среди прочего, в отсутствии или непохожести внешних атрибутов, присущих российским юридическим лицам, например, отсутствие свидетельства о государственной регистрации в уполномоченном государственном органе. Также в качестве документов, подтверждающих правовой статус таких организаций, могут использоваться до-

кументы, не соответствующие требованиям Гражданского кодекса РФ, который в качестве уставных документов юридического лица предусматривает устав и/или учредительный договор, а у таких организаций таким документом будет, например, декларация об учреждении траста, инвестиционный меморандум, проспект, партнерский договор или иные документы.

С другой стороны, в соответствии с Федеральным законом от 09.07.1999 № 160-ФЗ «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации» «иностранная организация, не являющаяся юридическим лицом, гражданская правоспособность которой определяется в соответствии с законодательством государства, в котором она учреждена…» имеет статус «иностранного инвестора». В соответствии с Федеральным законом таким организациям предоставляется полная и безусловная защита их прав и интересов.

Однако на практике возникают сложности в реализации такими организациями своих прав, закрепленных принадлежащими им ценными бумагами, поскольку зачастую они не могут предоставить регистраторам документы и данные, предоставление которых необходимо для составления списка акционеров в соответствии с 27 Положением. В связи с этим существует риск невозможности использования такими организациями всех прав, предоставленных принадлежащими им акциями.

— Каков может быть выход из положения?

— По нашему мнению, для целей практической реализации юридических прав, предоставленных организациям российским законодательством, необходимо изменить и сделать более гибкими требования, учитывающие особенности юридического статуса и документов организаций, что позволит им воспользоваться не менее благоприятным режимом деятельности, чем российским инвесторам.

Необходимо отметить, что и мы, и наши иностранные клиенты — глобальные кастодианы неоднократно обращались к регуляторам для получения ответа на вопрос, как надлежит действовать депозитариям в указанных условиях в целях защиты интересов и оказания содействия своим иностранным клиентам в осуществлении ими своих прав, закрепленных принадлежащими им ценными бумагами? К сожалению, ответа на этот вопрос мы так и не получили.

— Значит ли все сказанное, что глобальные кастодианы не могут работать с российскими депозитариями?

— Вернемся к Правилам 17f-5 и 17f-7. Данные правила позволяют американским инвестиционным фондам и их глобальным кастодианам хранить ценные бумаги только в том иностранном депозитарии, который отвечает ряду установленных в нем критериев. В частности, правило 17f-7 в части определения надежного иностранного депозитария в качестве первого критерия устанавливает наличие централизованной системы учета ценных бумаг.

— Есть ли в России организации, полностью соответствующие этим критериям?

— Что касается «приемлемого зарубежного кастодиана» — да. Это дочерние организации крупных иностранных банков — кастодиальные банки, также выполняющие функцию субкастодиана для глобальных кастодианов.

Что же касается централизованной системы учета ценных бумаг, то это вопрос, на который можно смотреть по-разному. Мы знаем, что и ДКК, и НДЦ считают себя полностью соответствующими требованиям Правила 17f-7, т.е. каждый из этих крупнейших расчетных депозитариев считает себя ячейкой централизованной системы учета ценных бумаг. Действительно, с точки зрения «буквы» Правила 17f-7 нигде не сказано, что организация, осуществляющая централизованный учет ценных бумаг, может быть только одна. Однако в отсутствии юридически закрепленного статуса ЦД наши клиенты, и особенно американские глобальные кастодианы, не могут однозначно признать ни ДКК, ни НДЦ соответствующими требованиям Правила 17f-7, поэтому не могут хранить через них активы.

— Означает ли это, что мы должны стремиться к созданию централизованной расчетной инфраструктуры и Центрального депозитария, причем в ближайшей перспективе?

— С моей точки зрения, да, означает. Для западных инвесторов наличие такой инфраструктурной организации – это крайне важный фактор, поэтому на данном этапе западный инвестор не может с приемлемым для него уровнем риска покупать и хранить ценные бумаги в России.

— Означает ли создание Центрального депозитария потерю бизнеса локальными кастодиальными банками?

— Не думаю, хотя законопроект о ЦД допускает прямой выход на внутренний российский рынок международных расчетно-клиринговых систем и глобальных кастодианов.

Как мы много раз слышали от наших клиентов, в их задачу, даже при появлении института ЦД, не входит отказ от агентов–субкастодианов.

Для западных инвесторов наличие центрального депозитария — это крайне важный фактор, и на данном этапе западный инвестор не может с приемлемым для него уровнем риска покупать и хранить ценные бумаги в России.

— С чем это связано?

Сама процедура подбора субкастодиана на рынке страны, где глобальные кастодианы не имеют дочерней структуры, весьма сложна и продолжительна по времени. Изучение кандидата начинается с направления ему весьма объемного опросника (Request for Proposal). Затем организуется посещение офиса кандидата в субкастодианы (due diligence). В случае положительного результата изучения разрабатывается и готовится к подписанию кастодиальное соглашение, которое не является стандартным, но требует определенной и значительной гибкости в отношении формулировок статей, ответственности и права договора (предпочтительным является английское или американское).

При изучении кандидата в субкастодианы большое значение придается, в частности, следующим параметрам: наличие персонала, говорящего на иностранных языках и обладающего достаточным уровнем профессиональной подготовки, гибкость предоставляемых услуг, готовность предоставления нестандартных и дополнительных услуг и отчетности, лоббирование, услуги налогового консультанта, наличие современных технологий приема/передачи информации и обработки данных, защищенность от рисков, разнообразные информационные услуги, гибкие и нестандартные тарифы и так далее.

Очевидно, что соответствовать столь многочисленным и высоким требованиям могут лишь те организации, которые нацелены на обслуживание соответствующей клиентской базы в соответствии с мировыми стандартами и рыночными практиками.

При этом многие иностранные инвесторы предпочитают иметь дело с иностранными банками, относящимися к категории глобальных кастодианов или субкастодианов. Именно в таких организациях сосредоточена основная масса иностранных инвесторов и представляющих их глобальных кастодианов. Это, в частности, объясняется удобством и меньшими рисками для инвестора при работе не с несколькими, а лишь с одним субкастодианом, имеющим свои дочерние структуры (или филиалы) в разных странах.

Таким образом, наличие у российского кастодиального банка клиентуры из числа крупных иностранных инвесторов и ведущих глобальных кастодианов — это в том числе и показатель уровня предоставляемых этим банком услуг.

Как хорошо известно, традиционный набор дополнительных услуг в депозитарном бизнесе на развитых рынках включает открытие и ведение денежных счетов, монетарные операции, FX, кредитование ценными бумагами и голосование по доверенности. В России большинство из них могут предоставляться локальным провайдером, являющимся кредитной организацией (за исключением тех услуг, которые в настоящее время не регулируются законодательно, например, кредитование ценными бумагами). Но другие дополнительные сопутствующие продукты, такие как риск-менеджмент, оценка эффективности (то, что называется performance measurement), выполнение заявок на торги, налоговое консультирование также становятся все более востребованы клиентами.

Все это наряду с требованиями к качеству услуг описывается в Соглашении об уровне услуг (SLA). По достижении соглашения об условиях SLA очень важно, чтобы субкастодиан смог соответствовать срокам и условиям SLA, касается ли это голосования, корпоративного действия или расчетов по сделке. Эти положения всегда отслеживаются глобальными кастодианами, которые рассматривают положения SLA не только как принятую практику (good practice) предоставления услуг, но, скорее, как обязательство по исполнению контракта со стороны локального провайдера, хотя с юридической точки зрения локальный кастодиан не отвечает за нарушение условий SLA в той же мере, как это было бы по отношению к условиям депозитарного договора.

Сказанное выше заставляет усомниться в том, что будущий центральный депозитарий (неважно, на базе какой конкретно организации или с нуля созданный) сможет проявлять гибкость в отношении предоставляемых им услуг и соответствовать уровню ожиданий и качеству обслуживания, востребованному глобальными кастодианами и крупными иностранными инвесторами. Такая же ситуация складывается и в других странах Центральной и Восточной Европы, где уже есть ЦД, поэтому и там тоже глобальные кастодианы действуют через своего агента–субкастодиана.

В целом же за исключением специфики бизнеса именно глобальных кастодианов, те проблемы, с которыми сталкиваются иностранные инвесторы, это те же проблемы неразвитости российского рынка ценных бумаг, с которыми сталкиваются и российские инвесторы. Мне кажется очевидным, что эти недостатки однозначно негативно влияют на процесс привлечения иностранных инвестиций в Россию, да и на привлекательность нашего рынка для иностранных инвесторов в целом.

В случае решения этих вопросов (и, как следствие, возрастания интереса иностранных инвесторов к инвестициям в различные инструменты российского фондового рынка), несомненно, актуальным будет и вопрос соответствия параметров нашего рынка в том числе специфическим требованиям глобальных кастодианов. ◻

Виктор Коновалов
заместитель директора «Интерфакс-ЦЭА»

Топтание на месте

Российский рынок акций в марте продемонстрировал динамику лучше других рынков BRIC, оставаясь тем не менее к концу марта на уровне начала месяца

Российская экономика в настоящий момент обладает огромным запасом прочности на системном уровне. В то же время для большей части стран восточноевропейского региона кредитный кризис, напротив, представляет серьезную опасность, и не исключена возможность проявления в регионе «эффекта домино».

Серьезной «просадки» российского рынка и не произошло

Частично восстановив свои позиции в феврале, российский рынок акций в первый месяц весны не смог продолжить позитивную динамику, хотя и избежал нового сильного обвала. Сводный фондовый индекс ММВБ по итогам месяца (с 1 марта по 1 апреля) снизился всего на 1,2%. Заметный рост в марте продемонстрировали акции телекоммуникационных и ряда нефтегазовых компаний (в частности, «ЛУКОЙЛа» и «Роснефти»), в то время как ценные бумаги электроэнергетических, металлургических и строительных компаний выступили в качестве аутсайдеров. Надо сказать, что отечественный рынок акций, несмотря на свои скромные показатели, на фоне других фондовых рынков стран с развивающимися экономиками смотрелся относительно неплохо. Так, падение фондовых индексов в странах BRIK за месяц в среднем составило более 10%, при этом китайский рынок упал на 23%, показав тем самым один из худших результатов в мире.

Без оптимизма

В начале марта на российском рынке акций преобладали негативные настроения на фоне падения мировых фондовых площадок; при этом основной удар на себя принял банковский сектор из-за опасений дальнейших списаний убытков мировой финансовой сферы от инвестиций в американские ипотечные бумаги. Попытки противостоять внешнему негативу за счет рекордно дорогих нефти и металлов оказывались не очень эффективными. Хотя серьезной «просадки» рынка и не произошло — индексы спасли несколько бумаг, в числе которых были акции «Норильского никеля», «Роснефти» и «Полюс Золота». Акции «Норникеля», например, получили поддержку покупателей на

В этой статье:

Российский рынок акций вырос к концу марта после предшествующего падения.

Перетекание средств из фондов акций в фонды денежного рынка

Сохраняется привлекательность российских акций, несмотря на кредитный кризис.

новостях о планах по слиянию компании с «Газметаллом», которым управляет «Металлоинвест». По некоторым сообщениям, «Норникель» был предварительно оценен в 60 млрд долларов, или почти 315 долларов за акцию, что было заметно выше текущих цен.

В свою очередь «Полюс Золото» отыгрывал рекордные цены на золото, а «Роснефть» — сообщение о том, что Федеральная служба по тарифам (ФСТ) предложила установить тариф для прокачки нефти по нефтепроводу Восточная Сибирь — Тихий океан (ВСТО) в размере 38,8 долларов за тонну. Эта цифра оказалась ненамного больше предыдущих оценок (в прошлом году ФСТ предполагала, что прогнозная величина сетевого тарифа по ВСТО может составить 38 долларов за тонну), поэтому рынок отреагировал ростом акций «Роснефти» которая, как ожидается, станет основным поставщиком сырья для ВСТО. Вместе с тем эта же новость об относительно низких тарифах ВСТО, учитывая текущие цены на нефть, негативно отразилась на курсе акций «Транснефти».

На мировых же рынках в начале марта господствовала ярко выраженная негативная динамика, подкрепляемая экономической статистикой. Так, согласно опубликованным данным, стоимость рабочей силы в США в IV квартале выросла на 2,6% при прогнозах увеличения на 1,8%, что свидетельствовало о повышении инфляционного давления и сокращении возможности ФРС США по снижению ставок. Кроме того, негативом стали данные по числу созданных рабочих мест в феврале от агентства ADP, согласно которым количество рабочих мест сократилось на 23 тысячи при прогнозах роста на 18 тысяч. По официальным же данным, число новых рабочих мест в экономике упало на 63 тысячи при прогнозах роста на 25 тысяч, что еще раз подтвердило обоснованность опасений относительно рецессии в США.

Новую волну распродаж спровоцировало также известие о том, что компания Bear Stearns, один из крупнейших брокеров США, была вынуждена привлечь экстренное финансирование из-за проблем с ликвидностью. Поскольку ранее брокер заявлял об отсутствии подобных проблем, появились опасения кризиса доверия среди банков и ожидания новых «жертв». В итоге Bear Stearns во избежание банкротства согласился на продажу банку JPMorgan Chase & Co. фактически за бесценок — 236 млн долларов (или 2,5 долларов за акцию).

В российском банковском секторе локомотивом отката в первой половине месяца выступали акции ВТБ, стоимость которых обновила исторические минимумы, опустившись более чем на 40% ниже цены размещения при IPO в мае прошлого года. Бумаги Сбербанка откатились к уровням декабря 2006 года.

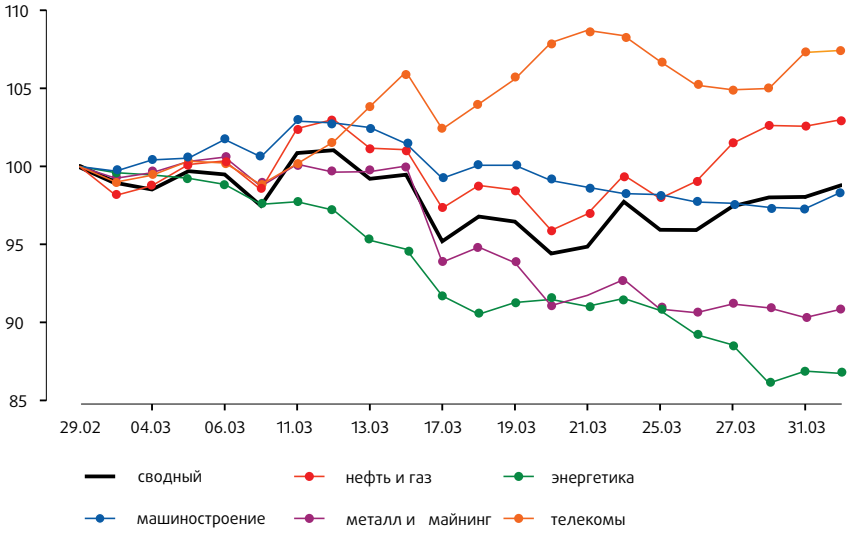
Восстановление рынка

Российский рынок акций в конце марта ощутимо вырос, ведомый нефтяными бумагами на фоне подорожавшего «черного золота» и новостей о планах Правительства РФ сократить с 2009 года налог на добычу полезных ископаемых (НДПИ) на 100 млрд рублей. Кроме того, вице-премьер, министр финансов РФ Алексей Кудрин, касаясь вопроса о повышении НДПИ на газ, заявил, что данное решение отложено до 2010 года, что связано с существенной инвестиционной программой «Газпрома».

Эти новости способствовали появлению спроса на акции нефтегазового сектора, который подкреплялся также возобновившимся ростом мировых цен на нефть. В свою очередь нефть начала расти на опасениях срыва поставок сырья с юга Ирака, где велись активные военные действия, а также после публикации данных о запасах сырья в США, которые оказались ниже ожиданий. В результате стоимость фьючерса на американскую легкую смесь WTI, находившаяся ниже 100 долларов за баррель, 28 марта превысила 107 долларов за баррель. Кроме того, росту на сырьевых рынках способствовало очередное падение доллара, который вернулся в область исторических минимумов против евро.

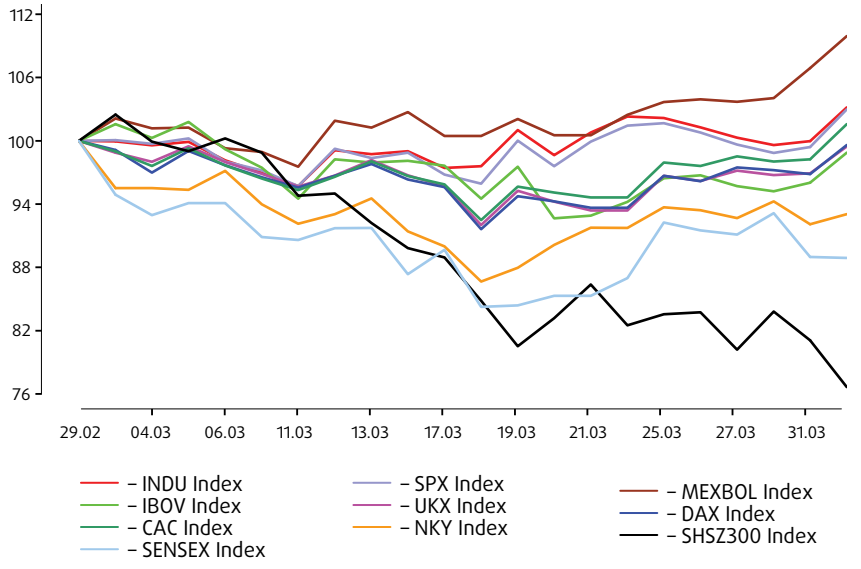
Порадовали инвесторов и внешние новости. Так, в США вышли неплохие данные по рынку недвижимости, который в последние месяцы демонстрировал спад (продажи домов на вторичном рынке в феврале выросли на 2,9% при прогнозах снижения на 0,8%). Позитивной новостью стала также информация о том, что американский банк JPMorgan

Динамика сводного и отраслевых фондовых индексов ММВБ в марте



Источник: ФБ ММВБ

Сравнительная динамика фондовых индексов ряда развитых и развивающихся стран в марте



Источник: ФБ ММВБ

Chase & Co. повысил цену покупки инвестиционного банка Bear Sterns примерно в четыре раза (до 10 долларов против ранее заявленных 2,5 долларов за акцию Bear Sterns).

В свою очередь Федеральная резервная система США для стабилизации ситуации на финансовых рынках расширила круг инструментов, которые могут выступать в качестве залога в обеспечение кредитов, выдаваемых казначейскими облигациями США первичным дилерам рынка. ФРС, в частности, включила в этот список облигации, обеспеченные портфелем ипотечных кредитов на жилую и коммерческую недвижимость, что привело к росту доверия инвесторов к этой категории ценных бумаг и переоценке рисков.

Дополнительную поддержку мировых фондовым рынкам оказали неплохие финансовые отчеты американских банков Goldman Sachs, Lehman Brothers и Morgan Stanley за первый квартал, оказавшиеся лучше пессимистичных ожиданий аналитиков.

Оптимизм игроков на повышение на отечественном рынке акций подогревался также новостями от международного рейтингового агентства Moody's, которое поставило на пересмотр с возможностью повышения долгосрочные рейтинги по депозитам в иностранной валюте, находящиеся на уровне «Baa2», десяти российских банков (среди которых ВТБ и Сбербанк), а также рейтинги гособлигаций РФ и потолок рейтинга по депозитам в иностранной валюте.

Лидерами снижения курсовой стоимости по итогам месяца среди ценных бумаг, прошедших листинг на ФБ ММВБ, стали акции «ОГК-5» (–28,2%), АО «ПАВА» (–25,3%), «ОГК-3» (–19,6%), «ПИК» (–17,8%), «ОГК-2» (–17,6%), «ТГК-13» (–16,7%), «ОГК-6» (–16,7%). В то же время в лидерах роста оказались акции телекоммуникационных компаний — «Волгателекома» (+20,5%), «Сибирьтелекома» (+19,8%), «Южной телекоммуникационной компании»

Инвесторы во всем мире за первые три месяца текущего года вывели из фондов акций рекордный объем средств — почти 100 млрд долларов, что свидетельствует об ускорении темпов вывода денег с американских и западноевропейских фондовых рынков.

(+6,8%), «Центртелекома» (+6,5%), «Северо-Западного Телекома» (+6,4%), а также бумаги ряда нефтегазовых компаний — «ЛУКОЙЛа» (+12%) и «Роснефти» (+7,7%).

Спрос в секторе телекомов спровоцировало заявление министра информационных технологий и связи РФ Леонида Реймана о том, что вопрос о возможной приватизации «Связьинвеста» может быть рассмотрен после мая 2008 года, когда в России должно быть сформировано новое правительство.

Вывод средств из фондов акций

Инвесторы во всем мире за первые три месяца текущего года вывели из фондов акций рекордный объем средств — почти 100 млрд долларов, что свидетельствует об ускорении темпов вывода денег с американских и западноевропейских фондовых рынков. Согласно данным Emerging Portfolio Fund Research (EPFR), отток средств инвесторов с начала года по 28 марта составил 98 млрд долларов. За аналогичный период прошлого года был зафиксирован приток средств в размере 19 млрд долларов, а в 2006 году — 49 млрд долларов.

По мнению аналитиков, отток средств был обусловлен тем, что кредитный кризис, связанный с проблемами рынка ипотечного кредитования США, негативно отразился на доверии инвесторов и темпах экономического роста. В этих условиях усилилась тенденция к вложению средств или в наиболее надежные активы, такие как фонды денежного рынка, или в наиболее рискованные и высокодоходные инструменты, например, хеджевые фонды. При этом участники рынка избегают инвестиций в «среднюю прослойку» — основные активы, включая акции и облигации, главным образом, развитых стран.

Отток средств из фондов США, Японии и Западной Европы в первом квартале составил 70 млрд долларов (за аналогичный период 2007 и 2006 годов в этих фондах был зафиксирован приток средств). Из фондов же emerging markets было выведено в 3,5 раза меньше — порядка 20 млрд долларов по сравнению с 1,6 млрд долларов в январе-марте 2007 года. При этом, несмотря на общий отрицательный результат, не все страны были одинаково подвержены бегству капитала. Так, если Китай и Индия активно теряли инвестиции, что наглядно демонстрирует динамика страновых фондовых индексов, то в фонды, ориентированные на вложения в Россию, Тайвань, Ближний Восток и Африку, инвесторы вкладывали денежные средства.

В свою очередь в фонды денежного рынка в первом квартале был зафиксирован рекордный приток средств, составивший 140 млрд долларов. По итогам всего прошлого года эти фонды привлекли 240 млрд долларов. Приток средств (около 3 млрд долларов) также был зафиксирован в фонды, ориентированные на сырьевые товары.

Компании РФ не утратят привлекательности

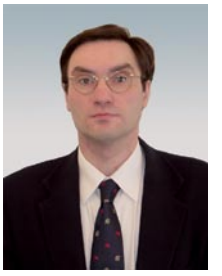
Аналитики инвестиционных компаний, в частности ИК «Тройка Диалог», полагают, что российская экономика защищена от негативного влияния кредитного кризиса. При этом, если кризис углубится, то компании РФ, располагающие большим объемом денежных средств, такие как «Газпром», «Сбербанк России», ГМК «Норильский никель», смогут даже упрочить свои позиции на мировом рынке, купив подешевевшие иностранные активы.

По мнению экспертов, российская экономика обладает огромным запасом прочности на системном уровне. Так, профицит счета текущих операций в 2008 году может составить 85 млрд долларов, золотовалютные резервы превысят внешний долг на 50 млрд долларов, а прямые иностранные инвестиции достигнут 55 млрд долларов. Это позволяет говорить о слабой зависимости экономики от притока иностранного капитала и об устойчивости рубля. Правительство готово выделить 40–50 млрд долларов на поддержание ликвидности банковского сектора, отношение долга к ВВП низкое (в три с лишним раза ниже, чем в США). При этом ВВП растет быстро, депозиты российских юридических и физических лиц благодаря эффекту низкой базы увеличиваются на 40% в год, что обеспечит прирост объемов кредитования даже в отсутствие доступа к иностранному заемному капиталу. Таким образом, проблемы, конечно, могут возникнуть, но не у всей отечественной экономики, а у отдельных предприятий.

В то же время для большей части стран восточноевропейского региона кредитный кризис, напротив, представляет серьезную опасность: для финансирования дефицита счета текущих операций и возвращения кредитов, погашаемых в текущем году, приток капитала в регион должен составить 15% от ВВП. Новый виток кризиса и отказ европейских банков от пролонгации кредитов ради улучшения собственной ликвидной позиции могут нанести тяжелый удар по экономике стран Восточной Европы, в первую очередь Латвии и Болгарии, и создать в регионе «эффект домино». ◻

Патрик МакГлинн
аналитик

Булат Мукушев
председатель правления
ОАО «НБК-банк»



Андрей Ухов
Assistant Professor of Finance, Kelley School of Business университета штата Индиана

Поверх барьеров

На рынке все более ощутимо присутствие нового класса крупного долгосрочного инвестора — государственных инвестиционных фондов

Многие государства, получающие на пике благоприятной конъюнктуры сверхдоходы от экспорта нефти, природного газа и других природных ресурсов, используют эти средства для инвестирования в перспективные объекты за рубежом. Институционально эта задача решается через создание государственных инвестиционных фондов (sovereign wealth funds).

Помимо стерилизации чрезмерно выросшей денежной массы SWF преследуют и иные цели

Деятельность государственных инвестиционных фондов (SWF), помимо решения макроэкономических задач стерилизации чрезмерно выросшей денежной массы, преследует ряд целей, о которых будет рассказано ниже.

Ведущие мировые страны серьезно обеспокоены появлением нового класса инвесторов. Это беспокойство особенно заметно при попытках государственных инвестиционных фондов инвестировать средства в стратегические отрасли США и других западных стран, которые непосредственно связаны с вопросами национальной безопасности. Поэтому активность SWF за рубежом нередко сталкивается с различными политическими и юридическими барьерами. В итоге подобные сделки структурированы таким образом, что государственные инвестиционные фонды становятся миноритарными акционерами с небольшим правом голоса (а то и вообще без права голосования), как правило, рассчитывая только на долю прибыли (подробнее об этом см.: Вестник НАУФОР. 2008. № 3).

Для того чтобы понять, что общего в подобных сделках, мы проанализировали 17 важных, на наш взгляд, примеров. Надеемся, что они дадут читателю представление о наиболее общих тенденциях рассматриваемого процесса.

Необходимо отметить, что в последнее время государственные инвестиционные фонды активно инвестируют в финансовые институты развитых стран. Это напрямую связано с кризисом на мировых финансовых рынках. Ряд крупных западных инвестиционных банков в 2007–2008 годах понес серьезные финансовые потери на рынке ипотеки

В этой статье:

Инвестиции ГИФ в банковском секторе и финансовых компаниях.

Покупка недвижимости и активов реального сектора экономики.

Особенности поведения ГИФ как долговременных инвесторов.

для заемщиков с низким кредитным рейтингом, вследствие чего они попали в очень затруднительное положение. Для поддержания своей ликвидности и соответствия регуляторным требованиям банки начали поиск дополнительного капитала. Основными инвесторами, готовыми оказать помощь — небескорыстную! — таким финансовым институтам, оказались государственные инвестиционные фонды государств Азии и Ближнего Востока.

Текущий кризис выявил интерес подобных фондов к крупным банкам и инвестиционным компаниям: государства-инвесторы Ближнего Востока и Азии пришли на помощь банкам Европы и США. Инвестиции получили, в частности, инвестиционные банки Morgan Stanley, UBS, Merrill Lynch и Citibank. Инвестиционный процесс не прекратился в 2007 году. В январе 2008 года Citigroup и Merrill Lynch сообщили о намерениях привлечь дополнительно 10 млрд и 3–4 млрд долларов США соответственно у различных государственных инвестиционных фондов.

Инвестиции в инвестбанки

1. Инвестиционная компания правительства Сингапура (Government of Singapore Investment Corporation (GIC)) приобрела крупный пакет ценных бумаг банка UBS. В декабре 2007 года UBS объявил о потере 10 млрд долларов США в результате кризиса ипотечных кредитов низкого качества в США (US subprime mortgages). Банк объявил о мерах по укреплению своего финансового положения путем привлечения дополнительного капитала в размере 13 млрд швейцарских франков. Выпущенные ценные бумаги банка на сумму 11 млрд швейцарских франков приобрело правительство Сингапура. Кроме того, анонимный стратегический инвестор с Ближнего Востока инвестировал в банк еще 2 млрд франков. Инвесторы получили ценные бумаги, которые обеспечивают выплату купонов в размере 9% годовых до момента их конвертации в акции банка. Конвертация произойдет в обязательном порядке (mandatory conversion) приблизительно через два года после выпуска ценных бумаг. В зависимости от цены, по которой выпущенные бумаги будут конвертированы в акции, правительство Сингапура станет владельцем около 9% акций UBS.

Инвестиционная компания правительства Сингапура была организована в 1981 году для управления валютными резервами государства. В настоящее время у компании имеется восемь представительств в основных финансовых центрах мира. Компания управляет крупным диверсифицированным портфелем, который включает в себя акции, облигации, валюту, краткосрочные финансовые инструменты, а также занимается инвестициями в недвижимость и осуществляет прямые инвестиции.

2. Компания Temasek Holdings приобрела долю в Merrill Lynch. В декабре 2007 года Temasek Holdings инвестировала 4,4 млрд долларов США в акции инвестбанка Merrill Lynch. Сделка была завершена при цене 48 долларов США за акцию, т.е. на 13% ниже рыночной цены, и была реализована в два этапа. Первые 60% проданного пакета (55 млн акций) были переданы покупателю 28 декабря 2007 года, а оставшиеся 40% пакета перешли к новому владельцу 11 января 2008 года. Кроме того, компания Temasek получила опцион на покупку акций еще на 600 млн долларов США до 28 марта 2008 года (12,5 млн акций по цене 48 долларов США за акцию). Однако достигнутое соглашение содержит существенное ограничение — общая доля владения Temasek компанией Merrill Lynch не должна превышать 10%.

Компания Temasek Holdings была организована 25 июня 1974 года. Собственником компании является министерство финансов Сингапура. Головной офис компании находится в Сингапуре. Компания управляет портфелем инвестиций общей стоимостью, превышающей 100 млрд долларов США. ГИФ осуществляет инвестиции в различные активы в Сингапуре и других странах с развитой экономикой. Компанию интересуют различные отрасли промышленности, включая телекоммуникации, транспорт, авиалинии, природные ресурсы и биотехнологии.

3. Инвестиционная компания Китая приобрела пакет акций инвестбанка Morgan Stanley. В декабре 2007 года Инвестиционная компания Китая (ИКК) (China Investment Corporation, или CIC) заплатила 5,579 млрд долларов США за 9,9% пакета акций банка Morgan Stanley.

При этом она получила ценные бумаги (unit), которые могут быть конвертированы в акции Morgan Stanley по цене между 48,0700 и 57,6840 долларов США при максимальном количестве — 116062911 — вновь выпущенных акций. До того как произойдет конвертация, приобретенные бумаги будут каждый квартал обеспечивать выплату дивидендов в размере 9% годовых. Конвертация в акции произойдет 17 августа 2010 года. При этом ИКК не будет участвовать в управлении компанией и не получит представительства в ее Совете директоров. Руководство Morgan Stanley заявило, что привлеченные средства позволят банку увеличить свой капитал согласно требованиям Bank for International Settlements по Уровню 1, а также улучшить балансовые показатели после убытков, вызванных кризисом кредитных рынков.

4. Инвестиция Abu Dhabi Investment Authority (ADIA) в Citigroup. В ноябре 2007 года ADIA приобрела 4,9% в Citigroup за 7,5 млрд долларов США. ADIA получит ценные бумаги, которые в различные сроки конвертируются в акции компании по цене 31,83 долларов США за акцию. До момента конвертации ценные бумаги будут обеспечивать выплату ежеквартального купона в размере 11% годовых. Процентная ставка отражает условия конвертации выпущенных ценных бумаг в акции и существующий уровень дивидендов по акциям.

Их интересуют не только банки

Государственные инвестиционные фонды проявляют интерес не только к инвестиционным и коммерческим банкам, но и к другим финансовым компаниям и хедж-фондам. В инвестиционном портфеле фондов такие активы создают дополнительный эффект диверсификации. Многие компании, управляющие альтернативными инвестициями (alternative investment institutions), прежде чем выходить на рынки ценных бумаг с IPO, продали пакеты акций инвестиционным фондам разных государств. Фонды также инвестируют в различные непубличные компании.

5. Инвестиция China Investment Corporation (CIC) в Blackstone Group. Незадолго до IPO, в мае 2007 года, компания CIC приобрела за 3 млрд долларов США 9,3% пакета акций Blackstone Group, одного из крупнейших в мире фондов прямых инвестиций. CIC получила 101 334 234 ценных бумаг (unit) без права голоса по цене 29,605 долларов США за ценную бумагу, что на 4,5% ниже цены IPO. CIC обязана держать эти ценные бумаги четыре года и имеет право продавать не более трети портфеля в каждый последующий год. Эта сделка стала логичным продолжением предыдущей инвестиционной деятельности Blackstone Group в Китае. В сентябре 2007 года Blackstone приобрела 20% химического производителя China National BlueStar Group за 600 млн долларов США. Таким образом, участие в этой цепочке ГИФ Китая, помимо традиционных целей, преследует еще и задачи более глубокой интеграции активов и усиления трехсторонних деловых связей.

6. Mubadala Development Company проинвестировала в Carlyle Group. В сентябре 2007 года Mubadala (инвестиционная компания Абу-Даби, ОАЭ) приобрела 7% пакета акций компании Carlyle за 1,35 млрд долларов США. Эта цена отражает 10%-ную скидку по отношению к оценке стоимости Carlyle (20 млрд долларов США). Соглашение включает в себя условие о том, что Mubadala получит компенсацию в том случае, если цена акций Carlyle упадет ниже определенного уровня. Этот же ГИФ также вложил средства в фонды, находящиеся под управлением Carlyle.

7. Компания Abu Dhabi Investment Authority (ADIA) проинвестировала в Apollo Investment Corporation. В ноябре 2007 года Apollo объявила о продаже приблизительно 9% своего пакета акций компании ADIA за 1,5 млрд долларов США.

8. Dubai International Capital (DIC) проинвестировала в Och-Ziff Capital Management. В ноябре 2007 года DIC за 1,259 млрд долларов США приобрела 9,9% пакета акций американской компании Och-Ziff, которая специализируется на управлении хедж-фондами. В этой сделке DIC получила 38 138 571 акций класса «А» по цене 29,77 долларов США за акцию. Это составляет скидку в 7% по сравнению с ценой, по которой акции начали продаваться на Нью-Йоркской бирже.

Их интересуют не только финансы

Однако государства-инвесторы интересуются и другими отраслями экономики развитых стран. Инвестиции в таких отраслях зачастую являются стратегическими или осуществляются с целью диверсификации портфелей ГИФ. Большим спросом пользуется, в частности, недвижимость в Нью-Йорке. По мере того как страны-инвесторы развивают собственную инфраструктуру, инвестиции в западные компании значительно облегчают им доступ к передовым технологиям, в том числе управленческим, и брендам, что способствует развитию аналогичных проектов у себя дома.

В 2007 году активным покупателем западных активов стал Дубай, который приобретает активы через инвестиционную компанию Istithmar и другие предприятия, контролируемые правительством. Дубай активно использует доходы от продажи нефти для того, чтобы создать диверсифицированный международный пакет активов. Отметим, что некоторые приобретения нацелены на дальнейшее развитие Дубая как финансового центра и центра туризма на Ближнем Востоке.

9. Покупка компанией Istithmar магазина Barney's. В августе 2007 года стало известно, что компания Istithmar, победив в ценовой борьбе с японской компанией Fast Retailing Company, приобрела Barney's New York у компании Jones Apparel Group по цене 942,3 млн долларов США. Этот магазин — классический нью-йоркский бутик, в котором продается одежда дорогих марок. Магазин является настоящей живой легендой, он часто упоминается в фильмах и телесериалах как символ престижа. Именно магазин Barney's первым закупил партию костюмов начинающего дизайнера Armani и немало способствовал успеху в продвижении этого бренда. Barney's владеет также менее дорогими магазинами в основных городах США. Приобретение Barney's делает компанию Istithmar владельцем эксклюзивного бренда, который можно продвигать и за пределами США. Потребление предметов роскоши на Ближнем Востоке и в Азии растет, и, скорее всего, Istithmar планирует использовать концепцию Barney's на Ближнем Востоке, например, в торговом центре Dubai Mall, а также в других странах Азии. Компанией Istithmar на 100% владеет компания Dubai World, которая в свою очередь принадлежит правительству Дубая.

10. Приобретение компанией Istithmar гостиницы Mandarin Oriental в Нью-Йорке. Компания Istithmar купила 73% гостиницы Mandarin Oriental в Нью-Йорке и заплатила при этом рекордно высокую сумму из расчета на одну гостиничную комнату. Стоимость всей гостиницы, открытой в конце 2003 года (в ней всего 248 комнат), составила 340 млн долларов США. Компания Istithmar уже владеет портфелем недвижимости, в который входят гостиница Knickerbocker Hotel и квартал офисных зданий с престижным адресом — 280 Парк Авеню в Нью-Йорке.

11 и 12. Сделки между Dubai World и MGM Mirage в Лас-Вегасе. В августе 2007 года Dubai World создала совместное предприятие с компанией MGM Mirage для строительства комплекса под названием CityCenter. Это комплекс зданий смешанного назначения, в котором предусмотрены роскошные квартиры, помещения для отдыха, торговые залы, он будет расположен на центральной улице Лас-Вегаса. Весь проект оценивается в 5,4 млрд долларов США. Доля Dubai World в проекте составляет 50% — ГИФ вложит в него 2,7 млрд долларов США. Помимо совместного предприятия, Dubai World проявила интерес к акциям своего партнера по проекту — компании MGM Mirage, являющейся крупнейшим оператором казино. Dubai World владеет опционом на покупку 14,2 млн акций MGM по цене 84 доллара США за акцию. В декабре 2007 года Dubai World приобрела 5 млн акций по цене 84,40 долларов США за акцию у Lincy Foundation, доведя свою долю в MGM Mirage до 6,5%.

13. Dubai Ports World приобрела Peninsular & Oriental Steam Navigation. В ноябре 2005 года компания Dubai Ports World, находящаяся в собственности Дубая, предложила 3,3 млрд фунтов стерлингов (443 пенса за акцию) за компанию Peninsular & Oriental Steam Navigation. Предложенная цена была на 46% выше, чем стоимость акций компании на момент закрытия биржи накануне. P&O является крупной стивидорной компанией (оператором портов). Новости о предполагаемой покупке вызвали интерес у конкурента — оператора портов PSA International. Конкурент предложил 3,5 млрд фунтов стерлингов за P&O, в ответ на что Dubai Ports World увеличила цену до 3,9 млрд фунтов стерлингов (7 млрд долларов США) и выиграла борьбу. Однако после этого последовали новые осложнения. В Конгрессе США был поднят вопрос о том, что переход портов, ранее управляемых P&O, в собственность Dubai Port Word представляет угрозу национальной безопасности США. Несмотря на то что президент Буш поддержал эту сделку и даже заявил, что наложит вето на законопроекты, препятствующие ее заключению, дело кончилось тем, что Dubai Ports World продала порты в США американской компании AIG. Приоб-

Таблица. Инвестиции национальных инвестиционных фондов

Инвестор	Актив	Сумма	Доля, %
Инвестиционная компания правительства Сингапура (GIC))	Банк UBS	11 млрд швейцарских франков	Около 9
Temasek Holdings (Минфин Сингапура)	Merrill Lynch	4,4 млрд долларов	Не более 10
China Investment Corporation (CIC)	Morgan Stanley	5,579 млрд долларов	9,9
Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	Citigroup	7,5 млрд долларов	4,9
China Investment Corporation (CIC)	Blackstone Group	3 млрд долларов	9,3
Mubadala (Абу- Даби, ОАЭ)	Carlyle	1,35 млрд долларов	7,5
Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	Apollo Investment Corporation	1,5 млрд долларов	9
Dubai International Capital (DIC)	Och-Ziff Capital Management	1,259 млрд долларов	9,9
Istithmar (Дубай)	Barney's New York	942,3 млн долларов	100
Istithmar (Дубай)	Mandarin Oriental Hotel	248,2 млн долларов	73
Dubai World (Дубай)	CityCenter (Лас Вегас)	2,7 млрд долларов	50
Dubai World (Дубай)	MGM Mirage	1,32 млрд долларов	6,5
Dubai Port World (Дубай)	Peninsular & Oriental Steam Navigation	7 млрд долларов	100
Mubadala (Абу Даби, ОАЭ)	AMD	622 млн долларов	8,1
Mubadala (Абу Даби, ОАЭ)	Related Companies	1 млрд долларов	Долг
Qatar Investment Authority (QIA)	Sainsbury	2,23 млрд ф. ст.	25
Vneshtorgbank	European Aeronautic Defense and Space Company (EADS)	920 млн евро	5

ретение стивидорной компании Dubai Ports World можно рассматривать как стратегический шаг. После этой покупки DP World стала третьим крупнейшим оператором портов в мире. Это усиливает позиции Дубая как коммерческого и транспортного центра. Новые порты органично дополняют существующую сеть портов, функционирующих под управлением DP World.

Еще несколько примеров

14. Mubadala инвестирует в Advanced Micro Devices (AMD). Компания Mubadala (Абу-Даби, Объединенные Арабские Эмираты) инвестирует в различные отрасли промышленности по всему миру. Например, в июле 2005 года Mubadala приобрела 5% Ferrari за 114 млн евро. А в ноябре 2007 года этот ГИФ проявил интерес к AMD — крупнейшему производителю микропроцессоров и основному конкуренту Intel. Mubadala проиобрела 8,1% акций, проинвестировав в AMD 622 млн долларов США (49 млн акций по цене закрытия 15 ноября, 12,70 долларов США за акцию).

15. Mubadala инвестирует в Related Companies. Mubadala вместе с Olayan Group (фондом из Саудовской Аравии) и еще одним анонимным инвестором в декабре 2007 года пришли к соглашению о покупке долгосрочных долговых обязательств компании Related Companies на сумму 1 млрд долларов США. Related Companies является крупным американским девелопером элитного жилья и проектов смешанного назначения, включая Time Warner Center в Нью-Йорке. Портфель недвижимости компании включает крупный проект в Лос-Анджелесе стоимостью 3 млрд долларов США, а также строительство нескольких небоскребов в Нью-Йорке совместно с Vornado Realty Trust.

16. Попытка купить Sainsbury компанией Qatar Investment Authority's (QIA). В апреле 2007 года группа непубличных компаний, включающая CVC Capital Partners, Blackstone и Texas Pacific Group, сделала предварительное предложение в размере 562 пенса за акцию компании Sainsbury. Предложение было отвергнуто, и группа увеличила цену предложения до 600 пенсов за акцию. Однако она не смогла получить поддержку акционеров и выкупить Sainsbury. После этого QIA объявила о покупке пакета акций размером 17,6% за 1,5 млрд фунтов стерлингов одной крупной сделкой (block trade). Позднее QIA увеличила пакет до 25%, купив еще 123 млн акций по 595 пенсов за акцию. В июле 2007 года QIA предложила 603 пенса за акцию и дивиденд в размере 3 пенса на акцию, оценив компанию в 10,6 млрд фунтов стерлингов. В результате кризиса кредитных рынков стало практически невозможно финансировать поглощения. Поэтому QIA отозвала свое предложение, по-прежнему владея крупным пакетом акций Sainsbury. Аналитики считают, что Sainsbury сможет снова привлечь внимание покупателей из-за своего портфеля недвижимости и широкой сети розничных продаж.

17. Vneshtorgbank проинвестировал в Aeronautic Defense and Space Company (EADS). Осенью 2006 года Внешторгбанк, контрольный пакет акций которого принадлежит российскому правительству, приобрел 5,02% Европейской аэрокосмической корпорации (EADS). Внешторгбанк заплатил 920 млн евро за 41 000 000 акций EADS по 22,45 евро за акцию. Аналитики считают, что эта сделка поможет укрепить связи между EADS и авиастроительной промышленностью России. Необходимо отметить, что сделка свершилась во время, когда ряд российских авиакомпаний планирует модернизировать свой парк самолетов. Авиастроительная отрасль в России сегодня считается одной из наиболее приоритетных: некоторое время назад российские власти консолидировали активы авиаконструкторов и авиастроителей в единую государственную компанию — Объединенную авиастроительную корпорацию. Российское участие в EADS, по мнению участников рынка, будет способствовать оптимизации технологии управления такой сложной структурой, как ОАК. Вместе с тем незначительность размера приобретенного ВТБ пакета акций, скорее всего, не позволит хоть сколько-нибудь влиять на деятельность самой EADS.

Итак, мы проанализировали 17 сделок, осуществленных государственными инвестиционными фондами разных стран. Из приведенных примеров можно сделать несколько очевидных выводов.

- Государственные инвестиционные фонды в своей деятельности проявляют ряд характеристик, присущих долгосрочным инвесторам. В частности, они не боятся инвестировать во времена высокого риска. Очевидно, что фонды стали значительной рыночной силой: они инвестируют существенные суммы именно тогда, когда финансовый рынок нуждается в них.
- Государственные фонды не только являются значительной рыночной силой, но осознают ее и умеют использовать. Такие фонды часто покупают пакеты акций с существенной скидкой по отношению к текущей цене. Помимо скидок, фонды часто добиваются получения ценных бумаг, которые обеспечивают выплату высокого фиксированного дохода до момента конвертации в акции. Это говорит о том, что в финансовом мире, где многие говорят об избытке ликвидности и краткосрочных денег, долгосрочные инвесторы играют очень важную роль для экономики компаний.
- Государственные инвестиционные фонды приобретают акции или ценные бумаги, конвертируемые в акции. То есть, как правило, фонды предпочитают долевое участие, а не долговые обязательства. Это тоже отличительная черта долгосрочных инвесторов.
- Нетрудно заметить, что многие фонды отдают предпочтение известным компаниям, владеющим мировыми брендами. В своих инвестициях

фонды часто тяготеют к известным именам. В частности, эта черта просматривается в стремлении приобретать недвижимость в Нью-Йорке.

- Фонды стараются избегать политических осложнений. В частности, многие инвесторы с Ближнего Востока платят высокие цены. Таким образом им удается избежать или, по крайней мере, смягчить негативную реакцию в прессе. Ведь труднее ругать иностранцев, которые "покупают наши лучшие и любимые компании", если известно, что иностранцы щедро платят владельцам за эти активы.
- Стремление избежать политических осложнений и конфликтов в корпоративном управлении заметно и в другом. Иностранные фонды часто согласны владеть крупными пакетами акций без участия в управлении компанией и без представительства в совете директоров. Однако, возможно, здесь «виноват» восточный менталитет руководства большинства таких фондов: поначалу, приобретая у компании небольшую долю, не дающую никаких прав, кроме участия в прибыли, они готовы выжидать лучших времен и неторопливо увеличивать свое влияние.
- Государственные инвестиционные фонды очень скрупулезны в выборе компаний — мишеней для своих инвестиций. Как правило, они рассчитывают не только на долю в значительной прибыли этих компаний. Так как эти фонды государственные, то их инвестиционная стратегия тесно коррелирует с государственными задачами соответствующих стран. В частности, приобретения таких фондов способны органично дополнить аналогичный бизнес, активно развиваемый дома (например, финансовые институты, стивидорные активы, гостиничные сети). В результате госкомпании могут управлять всеми этими активами с меньшими издержками, перенимать опыт управления в соответствующих отраслях и т.п. ◻

Источники

On Government of Singapore Investment Corporation (GIC)'s Investment in UBS:
http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1114446/000095012307016477/y44284e6vk.htm

On Temasek's Investment in Merrill Lynch:
http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/ 65100/000095012307017198/y45552aexv99w2.htm

"Merrill Lands $6.2 Billion Investment" by Nat Worden, TheStree.com, 24 Декабря 2007.

Istithmar's Acquisition of Barney's New York:
http://www.nytimes.com/2007/06/14/business/ 14barney.htm

Istithmar's Acquisition of Mandarin Oriental:
http://www.washingtonpost.com/wpdyn/content/ article/2006/12/21/AR2006122100236.html

Dubai World and MGM Mirage:
http://www.iht.com/articles/2007/08/22/bloomberg/bxmgm.php

Dubai Ports World покупка Peninsular & Oriental Steam Navigation:
http://news.independent.co.uk/business/news/ article323458.ece

Mubadala's Investment in Advanced Micro Devices (AMD)
http://www.nytimes.com/2007/11/17/technology/17chip.html

Mubadala's Investment in Related Companies
http://online.wsj.com/article/SB119791578269634317.html

Qatar Investment Authority's (QIA) Attempt to Acquire J Sainsbury
http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/6590879.stm

China Investment Corporation's (CIC) Investment in Morgan Stanley
http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/895421/000115752307012287/a5568797ex991.htm

Vneshtorgbank's Investment in European Aeronautic Defense and Space Company (EADS)
http://www.nytimes.com/2006/09/12/business/worldbusiness/12eads.html?emc=eta1

Abu Dhabi Investment Authority's (ADIA) Investment in Citigroup
http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/831001/000114420407064349/v095633_8k.htm

CIC's Investment in the Blackstone Group
http://www.thedeal.com/servlet/ContentServer?pagename=TheDeal/TDDArticle/TDStandardArticle&bn=NULL&c=TDDArticle&cid=1179177751425

Mubadala Development Company's Investment in the Carlyle Group
http://www.carlyle.com/News/News%20 Archive/2007/item9873.html

Abu Dhabi Investment Authority's (ADIA) investment in Apollo Investment Corporation
http://www.reuters.com/article/innovationNews/idUSN0642496020070706

Dubai International Capital's (DIC) Investment in Och-Ziff Capital Management
http://today.reuters.com/news/articlebusiness.aspx?type=media&storyID=nN29544953

Кристофер Шуман
Представитель Берлинского экономического общества BERLIN ECONOMICS

Рикардо Джуччи
Представитель Берлинского экономического общества BERLIN ECONOMICS

Инвестиции в умы

Студенческие кредиты – современный, эффективный инструмент финансирования высшего образования

За прошедшие десятилетия системы предоставления студенческих кредитов были созданы во многих странах. Нами уже был опубликован обзор различных программ выделения средств в Австралии и Голландии. В этом номере мы рассмотрим программы студенческих кредитов в Эстонии и Германии.

Окончание. Начало см.: «Вестник НАУФОР».2008. № 1

Эстония

Эстонские граждане или постоянные резиденты имеют право получить студенческий кредит в рамках государственной программы при условии, что они учатся по программе продолжительностью более девяти месяцев и зачислены студентами дневной формы обучения юридически признанного государственного или частного высшего учебного заведения.

На какие цели должны использоваться деньги?

Размер кредита ограничен. Для студента это помощь, но этих денег не хватает ни на оплату проживания, ни на оплату учебы.

На 2005/2006 академический год максимальная сумма студенческого кредита составляла 20 000 эстонских крон (EEK)[1], а процентная ставка устанавливается равной 5% годовых.

Кредит предоставляется только тем, кто может предоставить гарантию в форме поручительства двух лиц в возрасте 18 лет и старше, являющихся гражданами Эстонии, или имеющих разрешение на постоянное проживание, или владеющих недвижимостью в Эстонии, которые могут подтвердить наличие у них постоянного дохода за последние три месяца.

Программа не стимулирует достижение более высоких показателей в учебе.

Заявку на получение кредита можно подавать в несколько частных банков, с которыми государство заключило контракт на участие в программе. Если погашение проходит без осложнений, то никакие другие органы не привлекаются. Министерство

В этой статье:

Студенческие кредиты в Эстонии и Германии.

Кредитные риски как центральный элемент разработки программы кредитования.

Социальный и финансовый аспекты программ студенческого кредитования.

финансов привлекается только в случае нарушения графика или прекращения погашения.

Учитывая, что средний уровень инфляции составляет 3–5% в год, вряд ли можно ожидать, что программа студенческих кредитов будет приносить прибыль. С другой стороны, участие в этой программе не является бременем для банка. Для банка это, скорее, может быть инструментом привлечения новых клиентов. Кроме того, государству не нужно ежегодно тратить значительные средства. Программа может считаться стабильной.

Банки предоставляют студенческие кредиты под гарантию государства и под индивидуальные поручительства, предоставленные студентом (два поручителя, недвижимость или акции). Государство предоставляет гарантию на всю сумму кредита, полученной студентом. Если банковская процентная ставка оказывается более высокой, то государство компенсирует разницу. В случае получения инвалидности и полной или почти полной потери трудоспособности вследствие инвалидности человек больше не должен погашать кредит. Если же заемщик умирает или становится инвалидом, банк имеет право требовать от государства погашения кредита.

Германия: KfW-Studienkredit

В Германии есть несколько источников для оказания помощи студентам. Общая система оказания помощи студентам, предусматривающая выдачу не подлежащих погашению грантов и подлежащих погашению кредитов, действует с 1960-х годов (BAFöG). Но только в последние годы стали уделять больше внимания внедрению дополнительных программ предоставления кредитов студентам. После того как в некоторых федеральных землях Германии была введена плата за обучение, был внедрен ряд программ по предоставлению кредитов. Ниже приводится описание двух программ из тех, которые были открыты в последнее время. Одну программу открыл KfW, государственный банк содействия (Förderbank), а другой управляет Дойче Банк — полностью частный банк. Начнем с описания KfW-Studienkredit.

Граждане Германии или любой другой страны ЕС в возрасте от 18 до 30 лет, являющиеся студентами дневной формы обучения признанных университетов Германии, могут подать заявку на участие в программе.

Кредит должен покрыть основные расходы на проживание в течение периода обучения.

Размер кредита — от 100 до 650 евро в месяц. Сумма может изменяться с учетом фактических потребностей студента два раза в год. Максимальная сумма по совокупности не может превышать 54 600 евро. Процентная ставка изменяется в период действия контракта и базируется на EURIBOR за шесть месяцев плюс маржа. На данный момент это 5,95%. Заемщику гарантирована максимальная процентная ставка на ближайшие 15 лет (теперь 8,38%).

Существуют три этапа: сначала период выплат, затем период ожидания и потом период погашения. Период выплат, как правило, равен пяти годам, но может быть продлен до семи лет. Период ожидания — не меньше шести месяцев, но может быть продлен не более чем до 23 месяцев. Затем начинается период погашения, который может длиться до 25 лет.

KfW не требует никаких поручительств. Studienkredit может комбинироваться с другими программами оказания помощи студентам, например с BAFöG.

Стимулирует ли программа достижение более высоких показателей в учебе? Студенты должны предоставлять доказательства того, что соблюдают общий план-

Учитывая, что средний уровень инфляции составляет 3–5% в год, вряд ли можно ожидать, что программа студенческих ссуд будет приносить прибыль. С другой стороны, участие в этой программе не является бременем для банка. Для банка это, скорее, может быть инструментом привлечения новых клиентов.

график учебной программы. Если они отказываются, KfW прекращает выплаты.

Заявку на получение кредита можно разместить на веб-странице KfW (кредит в режиме реального времени) или подать в несколько частных банков или другим партнерам по сотрудничеству, например, Studentenwerk, который имеет офис в каждом университете в Германии. Для выполнения программы, KfW использует оперативный портал: счета кредитов являются исключительно счетами онлайн. Благодаря этому текущие затраты относительно невысокие, но инвестиционные затраты на разработку необходимого программного обеспечения, высокие. Так как гарантии государства отсутствуют, то кроме самого KfW государственные учреждения не принимают участия в работе программы.

От программы не ожидают ни прибыли, ни убытков для KfW. Предполагается, что после завершения начального этапа можно будет выдавать новые кредиты за счет денег, поступающих в качестве погашения предыдущих кредитов. Программа разработана таким образом, чтобы обеспечивалась стабильность.

KfW принимает на себя кредитный риск. Как государственный банк он имеет прекрасные условия для рефинансирования кредитов.

Германия: db StudentenKredit

После того как несколько университетов ввели плату за обучение, многие частные банки в Германии ввели программы предоставления кредитов. В качестве примера рассмотрим db StudentenKredit Дойче Банка.

Все студенты признанных университетов Германии моложе 30 лет могут обращаться в db Studentenkredit. Претенденты должны иметь гражданство Германии или визу на постоянное проживание и прожить в Германии не менее двух лет. Кредит должен покрывать все основные затраты на проживание и плату за обучение.

Студенты могут подавать заявку за получение кредита в размере до 800 евро в месяц максимум на 60 месяцев. Таким образом, максимальная сумма кредита может составить 48 000 евро. Процентная ставка изменяется в период действия контракта в зависимости от изменений на финансовых рынках. В настоящее время номинальная процентная ставка равна 5,25% в год (5,90% фактическая процентная ставка).

Погашение может начаться не позже чем через 12 месяцев после окончания учебы и длиться не более 12 лет. Студент и банк согласуют индивидуальный план погашения, всегда существует возможность досрочного погашения.

Студенты должны представлять учебный план-график. В период обучения банк может потребовать предоставить доказательства успешной учебы.

В программе участвует только Дойче Банк.

По словам представителей банка, от программы не ожидают ни прибыли, ни убытков. Но банк может использовать кредит в качестве инструмента для привлечения и/или удержания клиентов.

Дойче Банк полностью принимает на себя кредитный риск.

Оценка кредитного риска

Кредитный риск определяется как «вероятность невыполнения заемщиком своих обязательств в соответствии с согласованными условиями»[2]. Это может касаться основной суммы, переданной заемщику, процентов, которые заемщик должен платить, или же того и другого. Во всех случаях это значит, что заемщик не может вернуть деньги, которые он согласился вернуть.

Оценка кредитного риска — центральный элемент разработки любой кредитной программы. Успешная реализация программы зависит от точности оценки.

Кредитный риск определяется надежностью потока платежей погашения. При низкой степени кредитного риска надежность сумм погашения долга высока, и можно ожидать, что будут потеряны незначительные суммы капитала или потерь не будет вообще. Кроме того, чем ниже степень кредитного риска, тем больше возможность предлагать заемщикам хорошие условия кредитования.

С другой стороны, следствием высокой степени кредитного риска является ненадежный поток платежей погашения долга. В этом случае нет возможности предлагать привлекательные условия кредитования, а можно оговаривать только довольно жесткие условия (высокие процентные ставки, ограничение максимальной суммы кредита и т.п.).

Программа кредитования устойчива, если поток платежей погашения по старым контрактам достаточен для финансирования сумм кредитов по

Оценка кредитного риска является центральным элементом разработки любой кредитной программы. Успешная реализация программы зависит от точности оценки кредитного риска.

новым контрактам. В этом случае после завершения начального этапа становления программы не нужны никакие дополнительные финансовые ресурсы. Но если общая сумма погашения в каждом году оказывается меньше общей суммы новых договоров, то в программе возникает дефицит (рис. 1).

Без проведения оценки кредитного риска невозможно определить условия кредитования, такие как максимальная сумма кредита, процентная ставка или срок погашения. Если кредитный риск игнорируется, программа может превратиться в бездонную бочку, и придется либо осуществлять постоянные вливания капитала, либо закрыть программу.

Кредитный риск можно разбить на несколько видов риска в зависимости от причины невыполнения обязательств.

В рамках программы предоставления кредитов при проведении оценки общего риска следует оценить или, по крайней мере, принять во внимание все различные риски.

Наиболее важный показатель для оценки кредитных рисков — доход человека. Чем выше уровень дохода, тем меньше проблем должно возникать при возврате кредита.

Часто кредитные истории используются в качестве дополнительного источника информации для оценки риска платежеспособности и ликвидности. Если человек до сих пор возвращал все взятые кредиты, то он производит впечатление надежного. Можно ожидать, что этот человек будет погашать кредиты и в будущем, поэтому предполагается, что риск платежеспособности и ликвидности будет низким.

При заключении обычных кредитных договоров заемщики должны предоставлять обеспечение в качестве залога. Это может быть недвижимость или другое имущество, которое может быть легко превращено в ликвидную денежную форму. Если у человека возникают проблемы с погашением кредита, кредитор имеет право продать часть залога и тем самым гарантировать продолжение платежей погашения.

Рис. 1. **Кредитный риск и условия программы**

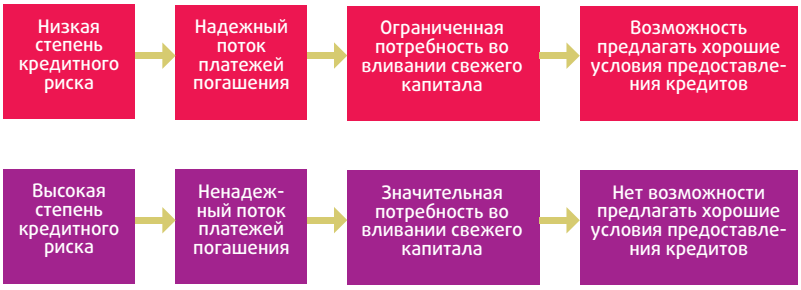


Таблица 4. **Различные виды кредитных рисков** [3]

Вид риска	Объяснение	Пример
Риск платежеспособности	Заемщик оказывается банкротом и не имеет никакого имущества, которое может быть использовано для погашения	После окончания учебы студент управляет фирмой, но терпит неудачу, и у него ничего нет для выполнения своих обязательств
Риск ликвидности	Заемщик в целом имеет возможность вернуть кредит, но не может сделать это в установленные сроки	После окончания учебы дела студента в целом идут успешно, но он не может соблюсти один из установленных сроков погашения
Риск, связанный с обеспечением	Снижение стоимости имущества заемщика, используемого в качестве обеспечения по кредиту	Студент предоставил квартиру в качестве обеспечения по кредиту, но после пожара ее стоимость уменьшилась
Риск процентной ставки	Повышение рыночных процентных ставок по сравнению с процентными ставками, оговоренными в кредитном договоре. Это создает проблему рефинансирования для кредитора	Процентная ставка по кредиту была установлена 8, а на рынке действует ставка 11
Инфляционный риск	В результате роста инфляции стоимость суммы кредита снижается. Это проблема для кредитора	Показатель инфляции превышает 20%. Реальная стоимость кредита снижается, и кредитор постоянно теряет деньги в реальном исчислении

Риск процентной ставки и инфляционный риск — непрямые риски. Они зависят не от соглашения, заключенного между кредитором и заемщиком, а от внешних событий. Эти оба риска нужно учитывать, особенно при заключении долгосрочных договоров.

Риск процентной ставки — это риск повышения процентной ставки в период действия договора. Например, если процентная ставка по кредиту была установлена 8% в тот момент, когда кредитор имел доступ к источникам капитала по цене 4%, то такая кредитная программа кажется прибыльной. Но если процентные ставки в целом повышаются, то сам кредитор вынужден платить за капитал более высокий процент. Если процентная ставка рефинансирования выше процентной ставки, зафиксированной в контракте, то в программе постоянно возникает дефицит. То же самое может произойти и в случае роста инфляции в период действия кредитного договора. Вообще, в периоды высокой инфляции выгоду получают те, у кого есть обязательства, а те, у кого есть дебиторская задолженность, в реальном исчислении терпят убытки. В связи с существованием риска процентной ставки и инфляционного риска в кредитном

Оценка кредитного риска — сложная задача для всех видов кредитных операций. Но студенческие ссуды имеют ряд особенностей, усложняющих задачу проведения оценки кредитных рисков студенческих ссуд.

договоре рекомендуется предусматривать гибкую процентную ставку, а не фиксированную. В качестве основы можно использовать международный стандарт, такой как EURIBOR, и добавлять маржу. В этом случае соответствующее условие кредитного договора будет выглядеть не как, например, 5%, а как EURIBOR + 2%.

Особые проблемы

Оценка кредитного риска — сложная задача для всех видов кредитных операций. Но студенческие кредиты имеют ряд особенностей, усложняющих задачу проведения оценки, а именно:

- У студентов нет данных о доходах за предыдущие периоды. Как правило, до поступления в высшие учебные заведения они еще не работали по обычным контрактам. Поэтому нет данных о доходе в настоящее время, которые можно было бы использовать для оценки риска. Можно рассматривать только будущий доход, который студент надеется получить после окончания учебы. Очевидно, что данные относительно будущего дохода после окончания учебы являются намного менее надежными, чем данные о доходах в настоящее время любых других категорий заемщиков, кроме студентов.
- Студенты имеют ограниченную кредитную историю. Они еще молоды и, как правило, еще не брали кредиты. Так как нет данных о выполнении условий предыдущих кредитных договоров, кредитор не может оценить надежность студента, исходя из его поведения в прошлом.

Как правило, у студентов нет активов и собственного обеспечения. Чаще всего нет возможности просить их предоставить обеспечение в качестве гарантии. Поэтому кредитование становится еще более рисковым для кредитора.

Все эти аспекты свидетельствуют о том, что оценка кредитного риска становится еще более трудной задачей при работе со студентами. Отсутствует надежная основа для оценки риска платежеспособности, ликвидности или риска, связанного с обеспечением. То же касается и непрямых рисков — риска процентной ставки и инфляционного риска, так как студенческие кредиты выдаются на длительный срок.

Трудно также ориентироваться на данные других стран и других программ предоставления студенческих кредитов, так как они действуют не так давно, и нет обнародованных достоверных фактов, которые можно было бы использовать в качестве ориентира.

Конфликт целей

В программе предоставления студенческих кредитов содержится конфликт между социальными и финансовыми целями, связанный с проблемой кредитного риска. С одной стороны, программа предоставления студенческих кредитов, реализуемая при поддержке государства, должна иметь социальный аспект. Она должна обеспечивать возможность поступления в университеты даже тех студентов, которые не имеют значительных финансовых ресурсов. С другой — чем более выраженным является социальный аспект программы, тем менее прогнозируем уровень расходов государства, которые оно должно осуществлять. Невозможно обеспечить широкий доступ к программе предоставления кредитов при низком уровне затрат. Если доступ к программе предоставляется только тем студентам, которые хорошо учатся, риск достаточно низкий, но если доступ предоставляется каждому, то риск достаточно высокий. Чем шире доступ к кредитным средствам, тем больше кредитный риск. Таким образом, существует конфликт между социальными и финансовыми целями. Необходимо принять решение о том, каким из этих целей будет придаваться особое значение.

Студенческие кредиты в России

Кроме проблем, перечисленных выше, в России существует еще ряд других.

- Практически отсутствует опыт работы со студенческими кредитами.
- Относительно низкий уровень развития банковского сектора в России по сравнению с большинством развитых стран (Западная Европа, Северная Америка и т.п.). С одной стороны, в некоторых банках управление активами осуществляется не так, как в других странах, а с другой — количество людей, имеющих счета в банках, не такое большое. Хотя развитие банковского сектора в России идет быстрыми темпами, многие потенциальные заемщики, нуждающиеся в деньгах, не обращаются в банки.
- Бюро кредитных историй физических лиц появились совсем недавно. Очень мало организаций, предлагающих информацию относительно кредитных историй, и процедуры еще не очень хорошо отрегулированы.
- Вероятность взыскания требований в соответствии с законодательством не очень велика. Это важно, если человек не погашает свой долг. Если у кредитора нет доступа к финансовым ресурсам должника (через обеспечение), то должника следует преследовать в судебном порядке. Эта процедура может быть очень длительной и дорогостоящей для истца (в данном случае для кредитора).

Принимая во внимание общие проблемы оценки кредитного риска студентов и специфические российские аспекты, можно сделать вывод о том, что уровень кредитного риска для студенческих кредитов в России достаточно высок, и оценить его сложно. Это создает особую проблему для органа, планирующего внедрение программы предоставления студенческих кредитов.

Если государство хочет внедрять такую программу, сложно рассчитать сумму средств, которую нужно будет зарезервировать в государственных бюджетах для ее выполнения. Может оказаться, что потребуются значительные объемы финансовой помощи со стороны государства, и что прогнозировать эти объемы будет сложно.

Главный критерий при разработке программы

- Кредитный риск должен быть главным критерием при разработке программы предоставления студенческих кредитов в России.
- Программа должна разрабатываться таким образом, чтобы обеспечивать относительно низкий уровень кредитного риска.
- Программу следует разрабатывать так, чтобы обеспечивать достаточно достоверное прогнозирование кредитного риска.

При разработке новой программы следует руководствоваться этими принципами, в противном случае практически невозможно будет рассчитать сумму денег, которую нужно будет инвестировать для того, чтобы программа работала. Также очевидно, что если размер необходимой суммы будет оставаться неопределенным, будет очень сложно заручиться политической поддержкой со стороны органов управления финансами страны.

Таким образом, все решения, которые будут приниматься при разработке структуры программы, должны оцениваться с точки зрения ответа на вопрос: «Каким будет вероятное влияние этого решения на величину и прогнозируемость кредитного риска?» Как правило, все решения должны приниматься таким образом, чтобы уровень кредитного риска оставался низким и прогнозируемым.

Как этого достичь?

Пример 1. Круг лиц, допущенных к участию в программе, ограничивается в основном студентами, имеющими самые высокие показатели в учебе. Студенты, демонстрирующие лучшие результаты каждый год, имеют самые высокие шансы закончить высшее учебное заведение с отличием и, таким образом, самый высокий шанс получить хорошо оплачиваемую работу. При наличии хорошо оплачиваемой работы велика вероятность того, что у этого студента не возникнет риск платежеспособности или ликвидности, и он сможет вернуть деньги.

Пример 2. К участию в программе допускаются студенты, начиная с третьего года обучения, а студенты первого и второго года обучения не допускаются. Такой подход дает возможность учитывать результаты учебы не только в средней школе, но и в университете. Можно с большей точностью оценить вероятность успешного окончания учебы и трудоустройства. Кредитование тех, кто только начал учиться, сопряжено с более высоким уровнем риска, чем кредитование студентов старших курсов. Вероятность того, что студент бросит учебу, более высока для студентов первого и второго курса, чем для студентов третьего курса и старше.

Пример 3. Можно предоставлять кредиты преимущественно студентам тех факультетов, выпускники которых имеют хорошие шансы найти работу на рынке труда. Как правило, выпускники высших учебных заведений, получившие дипломы по таким специальностям, как правоведение, экономика, деловое администрирование, естественные и технические науки, получают более высокий доход на рынке труда, чем выпускники исторических, педагогических или философских факультетов. Конечно, выпускники всех факультетов могут достичь успеха, но если в программе будут учтены различия в уровне доходов на рынке труда с точки зрения специальностей /факультетов, то это будет способствовать снижению кредитного риска.

Ограничение целевой группы

Из сказанного выше следует, что мы предлагаем программу, в которой не предусматривается доступ для каждого студента, а наоборот, существуют ограничения доступа и кредиты предоставляются только студентам с низким уровнем кредитного риска. В основе такой рекомендации лежат следующие соображения:

Если будет принято решение уделять особое внимание социальным целям (широкий доступ), то нельзя рассчитывать на политическую поддержку органов, осуществляющих управление финансами. Существует опасность того, что не удастся внедрить никакую программу, и что не произойдет никакого улучшения существующей ситуации в плане доступа к высшему образованию.

Если, с другой стороны, самый высокий приоритет будет отдан финансовой цели, то доступ к программе будет достаточно ограничен. Но, по крайней мере, некоторые студенты получат финансовую помощь. Это обеспечит частичное достижение конечной цели — расширение доступа к высшему образованию.

Вывод: На самом деле вопрос не в том, каким должен быть доступ к программам студенческих кредитов, — широким или ограниченным. Вопрос в том, что возможен либо ограниченный доступ, либо никакого доступа. Очевидно, что в такой ситуации мы поддерживаем идею создания программы с ограниченным доступом. Ограниченный доступ к студенческим кредитам лучше, чем полное отсутствие такого доступа.

Таким образом, целевой группой для участия в программе предоставления студенческих кредитов должны быть студенты с высоким уровнем интеллектуального потенциала. Кредиты должны предоставляться только студентам дневной формы обучения, так как студенты прочих форм обучения могут зарабатывать и оплачивать учебу самостоятельно.

Перед заключением договора о предоставлении кредита нужно провести проверку кредитной истории и способностей к учебе. Оценка достижений в учебе может проводиться на основании результатов обучения в средней школе (рейтинг в классе, медали и т.п.), на основании результатов вступительных экзаменов или на основании результатов первых лет учебы в университете. Для оценки финансового положения можно использовать налоговые декларации студентов или их родителей. Существует общее правило: чем больше документов должен подавать заявитель, тем большим будет объем административной работы. Для того чтобы обеспечить эффективную процедуру отбора заявителей, следует тщательно определить, какие механизмы нужны, а какие нет.

Ограничение величины кредита

Максимальная величина кредита должна устанавливаться с учетом расходов, которые должен оплачивать студент. В одном случае кредит покрывает только плату за обучение. В этом случае студент не платит за обучение, но по-прежнему должен платить за аренду жилья, питание, транспорт, одежду и т.п. В другом случае кредит покрывает также эти затраты на проживание — либо на базовом уровне, либо на высоком уровне. Более высокий уровень обеспечивает лучшие условия и дает студенту возможность сосредоточиться исключительно на учебе. Но более высокий уровень обходится дороже и создает более высокий уровень кредитного риска. Но если ставится задача освободить студента от поисков других источников финансирования и от необходимости работать, чтобы оплатить расходы на проживание, то следует предусмотреть оплату и обучения, и базовых потребностей студента. Уровень этих расходов может быть различен, например, из-за различных уровней цен в различных городах /регионах, поэтому величины кредитов должны быть разными.

Управление программой

Управление программой может осуществлять новое учреждение, созданное исключительно для управления программой предоставления кредита. Это учреждение может быть центральным или располагаться в различных регионах, городах или даже университетах. Но на создание нового учреждения, как правило, нужно время и значительные средства. Более эффективным способом может быть использование существующих учреждений, имеющих некоторый опыт работы с финансами и/или со студентами в качестве клиентов. Это могут быть частные банки, банки содействия, региональные или местные органы управления или службы в университетах. Чем выше уровень децентрализации, тем важнее иметь надзор на центральном уровне. В России мы особенно рекомендуем привлекать частные банки, потому что это может способствовать усилению банковского сектора в целом.

Перспективы развития программы

После того как начнет работать программа с ограниченным доступом, можно будет получить ценный опыт. За несколько лет работы можно будет собрать собственные эмпирические данные о спросе на услуги программы такого рода и о фактическом потоке платежей погашения. Это даст возможность оценить уровень кредитного риска на основе фактических данных и собственного опыта.

Через несколько лет можно будет провести оценку программы предоставления кредитов, и определить слабые места в структуре программы. В результате анализа слабых мест могут быть сформулированы предложения об усовершенствовании программы. Кроме того, будут получены данные об объемах финансовой помощи со стороны государства. Можно будет проанализировать достижение как финансовых, так и социальных целей.

Если реализация программы будет признана успешной, ее можно будет продлить. Кроме того, ее можно будет расширять. Например, можно будет постепенно снимать некоторые ограничения. В конце концов, можно будет реализовывать полномасштабную программу, которая будет социально привлекательной и возможной с финансовой точки зрения. Таким образом, в более отдаленном будущем, может быть, удастся одновременно достичь и финансовых и социальных целей. Но это станет возможным, скорее всего, только тогда, когда будет накоплен достаточный опыт и продолжится развитие соответствующих институций в России.

Региональное измерение

На каком уровне должна внедряться программа — на национальном или на региональном? Оба варианта имеют свои преимущества и недостатки. Если программа будет внедряться на национальном уровне, в этом случае не будет дискриминации студентов различных регионов страны. У всех будет возможность получить доступ к высшему образованию за счет одной и той же программы. С другой стороны, существует огромная разница между стоимостью проживания в различных регионах. Обучение в Москве или в Санкт-Петербурге обходится намного дороже, чем в регионах. Если программа предоставления кредитов будет покрывать базовые расходы на проживание, то для различных городов /регионов нужно устанавливать различные величины кредитов. С другой стороны, если программа будет внедряться на региональном уровне, можно будет устанавливать единые значения сумм и одинаковые условия. Благодаря этому администрирование станет проще, прозрачнее и дешевле. Но при реализации программы на региональном уровне возникает следующий вопрос: кто должен иметь доступ к программе — только те студенты, которые родом из данного региона, или все студенты, независимо от того, откуда они приехали? Будет ли оказываться помощь иностранцам?

Если такая программа будет внедряться в отдельно взятом регионе, этот регион может стать более привлекательным для студентов из других регионов. С другой стороны, нужно учитывать, что после окончания учебы студенты могут уехать в другие регионы. В этом случае получится, что региональные учреждения инвестировали средства в человеческий капитал, который будет работать где-то в другом месте.

Частное финансирование

Идея о распределении риска и привлечении частного финансирования компаний для реализации программы полностью соответствует духу описанной программы предоставления кредитов. Это будет способствовать снижению уровня риска и капитала, необходимого для внедрения такой программы. Но частные фирмы будут готовы предоставлять денежную спонсорскую помощь только в том случае, если им будет предоставлена платформа, которую они смогут использовать для развития связей с общественностью. Им нужна основа для того, чтобы представлять себя как спонсоров успешного проекта, тем самым улучшая свой имидж в глазах общественности.

Такой основой может стать успешно реализуемая программа предоставления студенческих кредитов. Например, спонсоров можно ежегодно приглашать на церемонию выпуска наиболее успешных студентов. Лучшим студентам среди участников программы предоставления студенческих кредитов можно вручать специальные именные медали спонсоров. Такой подход стимулирует фирмы делать взносы в программу, так как они будут иметь возможность самостоятельно выбирать студентов определенных факультетов для вручения наград. При этом важно, чтобы потенциальные частные партнеры делали взносы в общие фонды программы, но не финансировали погашение кредитов отдельных студентов, так как в противном случае участие спонсоров не будет полезным для программы. Причина состоит в том, что лучшие студенты имеют хорошие шансы найти высокооплачиваемую работу на рынке труда и, скорее всего, у них не будет проблем с погашением долга. Нужно, чтобы существовала возможность использовать частные взносы для компенсации дефицита финансовых средств, возникающего из-за того, что некоторые студенты не в состоянии погасить свои кредиты.

Выводы

Внедрение новой программы предоставления студенческих кредитов является важным шагом. Это может дать возможность студентам, обладающим незначительными финансовыми ресурсами, создать основу для успешной карьеры. Инвестирование в расширение доступа к высшему образованию путем реализации программы предоставления студенческих кредитов также полезно с точки зрения экономического развития России и выгодно для общества в целом. Но для того чтобы избежать значительных финансовых затрат и заручиться политической поддержкой новой программы, очень важно уделять особое внимание кредитному риску.

Поэтому мы предлагаем поэтапный подход к внедрению в России новой программы предоставления студенческих кредитов. На первом этапе следует разработать программу, в которой основное внимание будет уделяться кредитному риску. Уровень кредитного риска должен быть как можно ниже, а сумма финансовых ресурсов, необходимых для инвестирования в программу, как можно более прогнозируемой. Следовательно, на первом этапе доступ к программе должен ограничиваться группой студентов, которые удовлетворяют требованию об отличных показателях в учебе.

Через несколько лет после начала реализации программы предлагаем провести ее углубленную оценку и, если будет возможно, расширение в соответствии с социальными целями данного подхода.

Примечания

[1] На 22 января 2007 года валютный курс составлял 12,08 EEK/USD. Источник: www.oanda.com.

[2] BIS (Bank of International Settlement): «Principles of the Management of Credit Risks» (Банк Международных Расчетов, «Принципы управления кредитным риском»); июль 1999. Источник: www.bis.org/pub/bcbs54.pdf.

[3] Существуют и другие риски, например, страновой риск или валютный риск, но в контексте студенческих ссуд они не применяются. При подготовке данного списка использована работа Schiller/Tytko (2001): Risikomanagement im Kreditgeschaeft; Schaefer Poeschel: Stuttgart, с. 6.

Евгений Шатров
Исполнительный директор Института сложных экономических систем

Долговечна ли еврозона

Конфликт коалиций в Европейской системе Центральных банков и устойчивость Европейского валютного союза

Европейская система центральных банков — уникальный феномен сложной международной финансовой организации. ЕСЦБ появился в январе 1999 года, и за непродолжительную историю своего существования вызывал огромное количество дискуссий и споров о жизнеспособности ЕСЦБ как финансового института.

Для оценки жизнеспособности организации необходимо понять, какие издержки и выгоды несет каждая страна от участия в данной организации, а затем попытаться их количественно оценить. Зная издержки и выигрыш, мы сможем определить суммарный выигрыш либо проигрыш страны от участия в валютном союзе и Европейской системе центральных банков, если рассматривать данную проблему через призму центральный банков.

Без сомнения, основные издержки присоединения и участия страны в валютном союзе исходят от невозможности использования инструментов денежной политики (таких, как манипулирование валютным курсом) на национальном уровне в качестве стабилизационных механизмов при макроэкономических шоках, которые влияют на экономики разных стран по-разному или могут воздействовать только на одну страну Европейского валютного союза. Так как с подобного рода макроэкономическими шоками, известными в литературе как асимметричные шоки, порой неэффективно бороться с помощью общей кредитно-денежной политики еврозоны в целом, необходимо искать альтернативные регулирующие механизмы для достижения макроэкономической стабилизации.

Многие эксперты пришли к консенсусу о позитивном макроэкономическом эффекте еврозоны для ее участников, особенно на микроэкономическом уровне [1]. Выгоды от участия в ЕВС, по мнению известного исследователя Де Грова, — это сокращение прямых и косвенных транзакционных издержек, уменьшении неопределенности в определении механизмов ценообразования. Необходимо отметить, что в еврозоне нет договоренности о разделении издержек. К основным издержкам участников Европейского валютного союза Де Гров относит потери от проведения общесоюзной кредитно-денежной политики, которая не всегда учитывает

интересы каждой страны-участницы валютного союза. Подобные потери вызваны асимметричными шоками.

Рассматривая еврозону с этой стороны, европейские страны сталкиваются с низкой эффективностью борьбы с неблагоприятными асимметричными шоками по сравнению с другими валютными зонами, которые могут использовать альтернативные регулирующие механизмы, такие как фискальное перераспределение, гибкость доходов (зарплат) и цен, мобильность труда и капитала. Если возможности использования альтернативных регулирующих механизмов ограниченны, единственным шансом успеха валютного союза является отсутствие асимметричных шоков (или ситуация, в которой такие шоки незначительны). Интересно посмотреть, в каких пределах асимметричные шоки значительно влияют на ЕВС, особенно на национальном уровне. (Не все страны подвержены влиянию асимметричных шоков в равной степени.)

Выявить асимметрию можно с помощью оценки коэффициентов корреляции динамики приростов ВВП стран-участниц валютного союза. Государства с похожей динамикой прироста ВВП испытывают относительно симметричные шоки. Коэн и Выплош были первыми учеными, эмпирически оценившими природу шоков, переживаемых Францией и Германией, они использовали квартальные данные выпуска, уровня цен и сальдо текущих операций. Результат, полученный от сравнения корреляционных коэффициентов, показал, что Германия и Франция в основном подвержены именно симметричным шокам [2].

Обычно выделяют два типа издержек и выгод, основанных на теории оптимальных валютных зон: 1) корреляция бизнес-циклов между странами-участницами и еврозоной как единого целого и 2) инфляционные тенденции и отношение к инфляции отдельных стран ЕВС. В частности, теория предсказывает, что чем более синхронизированы бизнес-циклы между странами-членами еврозоны, тем меньше вероятность возникновения асимметричных шоков и таким образом менее болезненно будет для страны потеря независимости проведения кредитно-денежной политики и потеря относительной гибкости валютного курса. Несомненно, высокая синхронизация бизнес-циклов стран-членов еврозоны приводит к устойчивости системы в целом, так как при возникновении агрегированных шоков ЕЦБ сможет эффективно бороться с ними, проводя единую кредитно-денежную политику, тем самым увеличивая выигрыш системы в целом.

Мы выявили два возможных типа аргументов в пользу развития европейской валютной интеграции и расширения еврозоны. Во-первых, следующие аргументы говорят в пользу фиксированного валютного курса и независимого центрального банка — ЕЦБ: снижение асимметричных шоков (на это указывает относительно высокая корреляция бизнес-циклов еврозоны как мы это покажем далее), стабилизация спекулятивных движений капитала.

Второй тип аргументов напрямую связан с преимуществами, порожденными самим валютным союзом, еврозоной. Выгода от использования единой валюты, главным образом, исходит от усиления доверия и, следовательно, более низкого уровня инфляции. В действительности, если рассматривать валютный союз с точки зрения стабильности и устойчивости (развал валютного союза может привести к колоссальным убыткам), то можно сказать, что валютный союз вызывает больше доверия, по сравнению с режимом гибких валютных курсов. Кроме того, при более низком уровне инфляции и стабильной валюте евро инвесторы, как правило, склонны больше инвестировать, что в свою очередь предполагает более высокие темпы прироста ВВП.

Рост ВВП также можно стимулировать через два других канала: единая валюта евро способствует более низким процентным ставкам, определяя тем самым больший объем инвестиций и, следовательно, рост.

Другое преимущество еврозоны — это возможное снижение стабилизационных издержек, объясняемое тесной синхронизацией бизнес-циклов стран-участниц и Европейского валютного союза в целом. Исследование Роуза и Энгеля [3] позволяет сделать вывод о том, что валютный союз является важным определяющим фактором синхронизации бизнес-циклов.

Преимущества участия в еврозоне определяются снижением инфляционных тенденций. Таким образом, выгоды можно вычислить с помощью сравнения уровней инфляции отдельно взятых стран — участниц Европейского валютного союза, или одной страны и еврозоны в целом как единой структуры.

Издержки от участия в валютном союзе можно измерить в терминах синхронизации бизнес-циклов как между отдельными странами, так и между каждой страной и еврозоной. Оценку бизнес-циклов можно получить с помощью временных рядов приростов реального ВВП, очищенных от тренда. Для этого возможно использовать три разных метода.

Пусть $y_{i,t} = \ln(Y_{i,t})$, первый метод — это простое дифференцирование (выражение реального ВВП в приростах): $c_{i,t} = y_{i,t} - y_{i,t-1}$. Второй и третий методы используют фильтр Ходрика-Прескотта [4]. Фильтр разделяет ряды данных на циклическую $c_{i,t}$ и трендовую $g_{i,t}$ составляющие компоненты, минимизируя по переменной $g_{i,t}$ следующее выражение при условии $\lambda > 0$:

$$\sum_{t=1}^{T}(y_{i,t} - g_{i,t})^2 + \lambda\sum_{t=2}^{T-1}(g_{i,t+1} - g_{i,t-1})^2$$

Второй метод состоит в использовании параметра сглаживания λ, рекомендованного Ходриком и Прескоттом. При использовании третьего метода параметр сглаживания берем равным 6,25.

Сравнивая результаты, несложно заметить небольшую разницу между тремя методами (например, первый метод гене-

рирует наиболее волатильные временные ряда, в то время как третий метод, в котором коэффициент сглаживания равен 6,25, наоборот, наименее волатилен), но в целом результаты очень похожи.

В итоге синхронизация бизнес циклов измеряется корреляцией компонентов цикличности между страной участником и еврозоной в целом.

С большой вероятностью можно сказать, что Европейский валютный союз будет увеличивать число своих участников в будущем. Уже с 1 января 2008 года к ЕВС присоединяются Мальта и Кипр. Как только остальные кандидаты на вступление в еврозону смогут добиться выполнения критериев Маастрихтского договора, они также будут приняты в ЕВС. Основной вопрос состоит в том, должны ли страны-кандидаты ожидать чистой выгоды [5] от членства в Европейском валютном союзе? Анализируя полученные нами эмпирические результаты, мы пришли к следующим выводам: во-первых, бизнес-циклы стран-членов еврозоны хорошо синхронизированны. Германия — страна, с наивысшей синхронизацией бизнес-цикла с Европейским валютным союзом (коэффициент синхронизации составляет 0,92), поражает и синхронизации бизнес-циклов Испании, Словении и Португалии. В целом мы наблюдаем более высокую синхронизацию циклов стран, входящих в так называемый Северный коалиционный блок [6], что означает получение этими странами наибольшей выгоды от участия в еврозоне. Однако бизнес-циклы некоторых стран-членов средиземноморского коалиционного блока также хорошо синхронизированны. Наихудшая синхронизация бизнес-циклов наблюдается в Греции (коэффициент синхронизации равен 0,66), Финляндии (0,68) и Италии (0,69).

Следующим важным аспектом издержек является инфляционное смещение (табл. 1). Мы оцениваем инфляционное смещение как отклонение реального уровня инфляции еврозоны от идеального значения инфляции. В качестве

Таблица 1. Оценка синхронизации бизнес-циклов и инфляционного смещения стран-участниц еврозоны

Страна	Синхронизация бизнес цикла (λ =6,25)	Инфляционное смещение (проц. пункты)
Австрия	0,90	0,36
Бельгия	0,89	0,06
Финляндия	0,68	0,47
Франция	0,86	0,27
Германия	0,92	0,56
Греция	0,66	−1,29
Ирландия	0,80	−1,40
Испания	0,91	−1,07
Италия	0,69	−1,31
Люксембург	0,70	−0,62
Нидерланды	0,88	−0,47
Португалия	0,82	−0,97
Словения	0,91	−3,79

Таблица 2. Оценка отклонения реальной учетной ставки от оптимальной

Страна	Отклонение реальной (официальной) ставки ЕЦБ от оптимальной (среднее за период 1999–2007) проц. пункты	Отклонение реального разрыва производства от оптимального (среднее за период 1999–2007) проц. пункты	Отклонение реального уровня инфляции от оптимального (среднее за период 1999–2007) проц. пункты
Австрия	−0,02	2,07	0,36
Бельгия	0,06	0,29	0,06
Финляндия	0,18	−0,29	0,47
Франция	0,06	0.12	0,27
Германия	0,04	0,26	0,56
Греция	0,14	−0,62	−1,29
Ирландия	−0,12	5,80	−1,40
Испания	0,07	−0,14	−1,07
Италия	0,18	−1,69	−1,31
Люксембург	0,07	−0,31	−0,62
Нидерланды	0,01	0,84	−0,47
Португалия	0,01	2,09	−0,97
Словения	−0,30	0,94	−3,79

Данные в таблицах по расчетам автора.

идеального значения мы принимаем целевой уровень инфляции 2%, который находится в рамках зоны комфорта денежных властей ЕСЦБ [7]. Так как мы оцениваем инфляционное смещение за весь период существования еврозоны, в качестве реального уровня инфляции берем среднее значение инфляции за 9 лет.

Положительное инфляционное смещение говорит о более низком уровне инфляции в еврозоне по сравнению с целевым, идеальным значением, равным 2%. Страны с положительным инфляционным смещением получают больший выигрыш в условия низких процентных ставок (в еврозоне исторически наблюдаются низкие процентные ставки). Страны, в которых «идеальный» уровень инфляции (связанный с естественным уровнем безработицы) низок, сталкиваются с меньшими издержками от общей антиинфляционной политики ЕСЦБ.

Наибольшую выгоду от участия в еврозоне извлекают страны северного коалиционного блока во главе с Германией и Францией. Также в выигрыше Австрия, Бельгия и Финляндия. Средний уровень инфляции этих стран был ниже 2% барьера, соответственно, эти страны получают наибольшие преимущества от проводимой кредитно-денежной политики ЕЦБ. Страны северного блока — это страны с исторически сложившемся низким уровнем инфляции, а поскольку страны этой коалиции доминируют во влиянии на поведение денежных властей, низкий уровень инфляции означает более высокие выгоды для стран северного блока.

Эмпирический анализ показывает, что наибольшие инфляционные издержки несет страна, входящая в средиземноморский блок — Словения, которая имеет очень неустойчивое положение в еврозоне. Учетная ставка ЕЦБ существенно ниже оптимальной ставки процента, следовательно, такое различие в процентных ставках ведет к дополнительному инфляционному давлению и дополнительным издержкам для этой страны. Возможно, и другие потенциальные претенденты на членство в ЕВС будут находиться в подобной ситуации, так как имеют уровень инфляции исторически значительно выше уставного верхнего барьера ЕЦБ в 2%.

Также существенные издержки от инфляционного смещения несут Греция, Ирландия, Испания, Италия и Португалия — страны периферийного, средиземноморского блока. В последние пять-семь лет в развивающихся странах наблюдается период низких процентных ставок, период дешевых денег. Естественно, выигрывают от подобной ситуации страны с наименьшей инфляцией. Очевидно, для стран средиземноморского блока ЕЦБ устанавливает слишком низкую учетную ставку, провоцируя инфляционный рост в этих странах, что сопровождается и экономическим ростом. Но инфляция приводит к снижению конкурентоспособности и удорожанию экспортной продукции.

Если сопоставить два фактора — синхронизацию бизнес-циклов и инфляционное смещение — то несложный анализ показывает нам очевидное превосходство северного блока над средиземноморским в выгодах от участия в еврозоне. Для стран средиземноморской коалиции членство в ЕВС приносит большие издержки. Непосредственным лидером еврозоны является Германия. Как мы знаем, прототипом Европейского центрального банка стал немецкий Бундесбанк. Именно ключевые цели Бундесбанка легли в основу устава ЕЦБ — это, прежде всего, стабильность цен. Следовательно, наибольшие преимущества от проводимой ЕЦБ политики получает Германия.

Анализ издержек и выигрыша стран-членов еврозоны от присоединения и дальнейшего участия кажется неполным без оценки стоимости отказа от суверенитета в проведении кредитно-денежной политики. Для определения цены отказа от независимого проведения денежной политики мы предлагаем оценить отклонение реальной учетной ставки, устанавливаемой Европейским центральным банком, от оптимальной. Оптимальную учетную ставку определяем, исходя из уровня структурной безработицы, который соответствует NAIRU — уровень безработицы, при котором не происходит ускорения инфляции, среднего уровня загрузки производственных мощностей для стан еврозоны в 85%, в качестве оптимального уровня прироста ВВП также используем средний уровень прироста [8] за все 9 лет существования еврозоны.

Итак, нам известны оптимальные (идеальные) значения учетной ставки для стран - членов еврозоны. Установление оптимальной процентный ставки имеет результатом устойчивый экономический рост и умеренную инфляцию, что изначально закладывалось в модель. Таким образом, отклонение реальной учетной ставки, устанавливаемой ЕЦБ, от оптимальной, рассчитанной для каждого участника валютного союза, влечет издержки — а точнее, чем сильнее отклонение реальной процентной ставки от оптимальной, тем большие издержки несет страна при отказе от суверенитета проведения денежной политики. В условиях невхождения страны в еврозону, она могла бы формировать независимую оптимальную кредитно-денежную политики. А участие в еврозоне предполагает отказ от проведения национальной кредитно-денежной политики.

В таблице 2 приведены количественные оценки отклонения реального значения учетной ставки ЕЦБ от оптимального для каждой страны участницы еврозоны. В таблице мы представили средние значения отклонений за весь период существования еврозоны, чтобы оценить именно общий эффект от отказа проведения независимой денежной политики.

Отрицательное отклонение показывает, что реальная процентная ставка была ниже идеальной, что приводит к дополнительному инфляционному давлению. Положительное отклонение, наоборот, означает, что реальная учетная

ставка была выше идеальной, что тоже нехорошо, так как приводит к замедлению экономического роста. Тем не менее, в каких-то странах отклонение от оптимума невелико, в других — более существенное. Страны с наименьшим отклонением получают наибольшую выгоду от проведения кредитно-денежной политики ЕЦБ, к таким странам относятся Нидерланды, Португалия, Австрия, Германия, Бельгия и Франция. В группу стран с наибольшим отклонением реальной ставки от оптимальной входят Словения, Италия, Финляндия, Греция. Данный анализ в очередной раз показал, что преимущества от участия в еврозоне получают в основном страны северного коалиционного блока, исключения составляют Португалия и Испания.

Также в табл. 2 дана оценка отклонения реального разрыва выпуска от оптимального, где в качестве оптимального используется средний уровень разрыва выпуска, рассчитанного по агрегированным данным еврозоны, и отклонения реального уровня инфляции от идеального — инфляционное смещение.

Целесообразно оценить экономический эффект потери суверенитета проведения кредитно-денежной политики национальными денежными властями в терминах экономического роста и инфляции. Наша задача — показать, каким образом проведение единой денежной политики повлияло на разрыв производства и уровень инфляции. Ввиду малой статистической выборки исследуемых переменных уместно рассчитать коэффициенты ранговой корреляции. В результате получаем коэффициент ранговой корреляции между отклонением ставки процента и отклонением разрыва производства равным –0,86 — это достаточно значимый результат, который показывает, что действительно существует обратная зависимость между отклонением учетной ставки и разрывом выпуска. Соответственно мы подтверждаем гипотезу о том, что если реальная учетная ставка выше оптимальной, наблюдается давление на экономический рост и наоборот, если реальная учетная ставка ниже оптимальной, имеем инфляционное давление и стимулирующий эффект роста экономики.

Коэффициент корреляции между отклонением учетной ставки и инфляционным отклонением составляет -0.25, что также подтверждает значимость влияния отказа от проведения независимой кредитно-денежной политики на инфляцию. То есть если реальная процентная ставка ниже идеальной, наблюдается рост инфляционного давления на экономику страны-участницы еврозоны.

Наименьшие отклонения от оптимумов разрыва производства и инфляции наблюдаются, как уже сказано, в Бельгии, Франции и Германии. Аутсайдерами по-прежнему остаются Словения, Португалия, Италия и Ирландия.

Возникает вопрос, является ли Европейский валютный союз именно полноправным союзом стран, от участия в котором извлекают пользу все, или хотя бы большинство участников? После проведенного анализа возникает ощущение, что еврозона создавалась под экономическую структуру и политику ключевых ее стран, таких как Германия и Франция, которые несут минимальные издержки и получают наибольшие выгоды от участия в ЕВС. Несомненно, еврозона — это структура, удобная странам северного блока для реализации стратегии своего развития. Очевидно, что данная стратегия часто идет вразрез с интересами остальных участников ЕВС.

Подводя итоги, сделаем главный вывод: эмпирически доказан тот факт, что в еврозоне тон кредитно-денежной политике задает в основном Германия. ЕЦБ — это модифицированный Бундесбанк с коллегиальной двухуровневой системой принятия решений, а еврозона — прототип зоны марки. Выгоды от участия в ЕВС в основном получают страны, входящие в зону влияния немецкой марки. ◻

Примечания и комментарии

1 De Grauwe P. The Economics of monetary Integration. N.Y., 1997.

2 Cohen D., Wyplosz C. The European monetary union: an agnostic evaluation Eds (Ed. By) R.Bryant,D. Currie, J.Frenkel, P.Masson, R. Portes / Macroeconomic policies in an interdependent world. Brookings Institution. CEPR-IMF. 1989. P.76-92.

3 Rose A., Engel C. Currency unions and international integration // Journal of Money, Credit, and Banking. 2002. № 34. P. 1067–1089.

4 Hodrick R.J., Prescott E.C. Postwar U.S. business cycles: an empirical investigations /Carnegie Mellon University Discussion Papers. 1980. P. 451.

5 Выгоды за вычетом издерже

6 В Европейском валютном союзе выделяют два коалиционных блока — северный, в него входят страны, традиционно входившие в зону влияния немецкой марки. Кроме Германии это Австрия, Бельгия, Люксембург, Нидерланды, также в северный блок входит Франция. Второй коалиционный блок — средиземноморский, состоит из менее развитых, периферийных стран — Испании, Португалии, Италии, Словении.

7 В уставе ЕСЦБ, пресс-релизах и стратегии ЕЦБ обозначена верхняя граница зоны комфорта инфляции в 2%. Превышение данного уровня приводит к решительным мерам со стороны денежных властей, так как поддержание стабильности цен — это приоритетная цель ЕЦБ.

8 Аргументация использования средних основывается на экономической теории возврата к средним величинам.

Директор Института современного развития И. Юргенс: «Кризис явился катализатором всех процессов, рассмотренных в Идеальной модели».

Председатель Совета директоров НАУФОР С. Васильев: «Задача создания международного финансового центра — амбициозная, но реализуемая».

Директор департамента операций на финансовых рынках ЦБ РФ С. Швецов: «Надо четко определить, будет ли Москва международным или локальным финансовым центром».

Председатель комитета Совета Федерации по финансовым рынкам и денежному обращению Д. Ананьев: «IPO российских компаний больше не является синонимом «фиксации прибыли» для основных акционеров».

Руководитель ФСФР В. Миловидов: «Задача создания международного финансового центра сформулирована президентом, и фондовый рынок — достаточно крепкий кирпич, который может лечь в фундамент МФЦ».

Президент ММВБ А. Потемкин: «Инвестиции должны пойти в реальную экономику, а реальная экономика развивает фондовый рынок, генерерируя новые инструменты».

Сочетание уверенного оптимизма и трезвого подхода к достижению амбициозной цели создания в России международного финансового центра, — такими словами можно охарактеризовать атмосферу, господствовашую на очередной ежегодной конференции НАУФОР. Важно, что на повестку дня поставлены не просто отдельные и, может быть, существенные проблемы, но задача сделать мощный рывок вперед. Причем это не прекраснодушные мечты, как отмечали выступавшие, а вполне достижимая цель, соответствующая развитию отечественной экономики и масштабам страны.

Если кризис, начавшийся в 1997 году на финансовых рынках Юго-Восточной Азии, отправил российскую экономику в целом и фондовый рынок, в частности, в нокдаун, то нынешний кризис, затронувший наиболее развитые экономики, скорее, дает шанс России занять заметное и весомое место в глобальной финансовой системе.

Отрадно, что позиции участников формирования стратегии развития российского фондового рынка существенно сблизились по концептуальным вопросам. Это — пример удачной работы органов государственной власти и представителей гражданского общества. Удалось достичь единства общих подходов регулятора, участников рынка и представителей федерального собрания.

Есть ощущение, что корабль фондового рынка поймал ветер в парус и теперь команде необходимо провести его через рифы бюрократических препон.

Ветер в парус

НАУФОР провел третью ежегодную конференцию «Российский фондовый рынок: Создание международного финансового центра»

Модератор конференции — председатель правления НАУФОР А. Тимофеев: «Идея международного финансового центра — консолидирующая; надо думать не только о фондовом рынке, но и о банковском и страховом секторах».

Президент РТС Р. Горюнов: «Под действием внешних факторов принципиально изменилась ситуация на фондовом рынке, и вопрос издержек становится ключевым».

Участники общей дискуссии

Директор НДЦ Н. Егоров (слева) и президент ДКК М. Лауфер размышляют о путях развития МФЦ

Дискуссия продолжалась в кулуарах

Матрица Теплухина

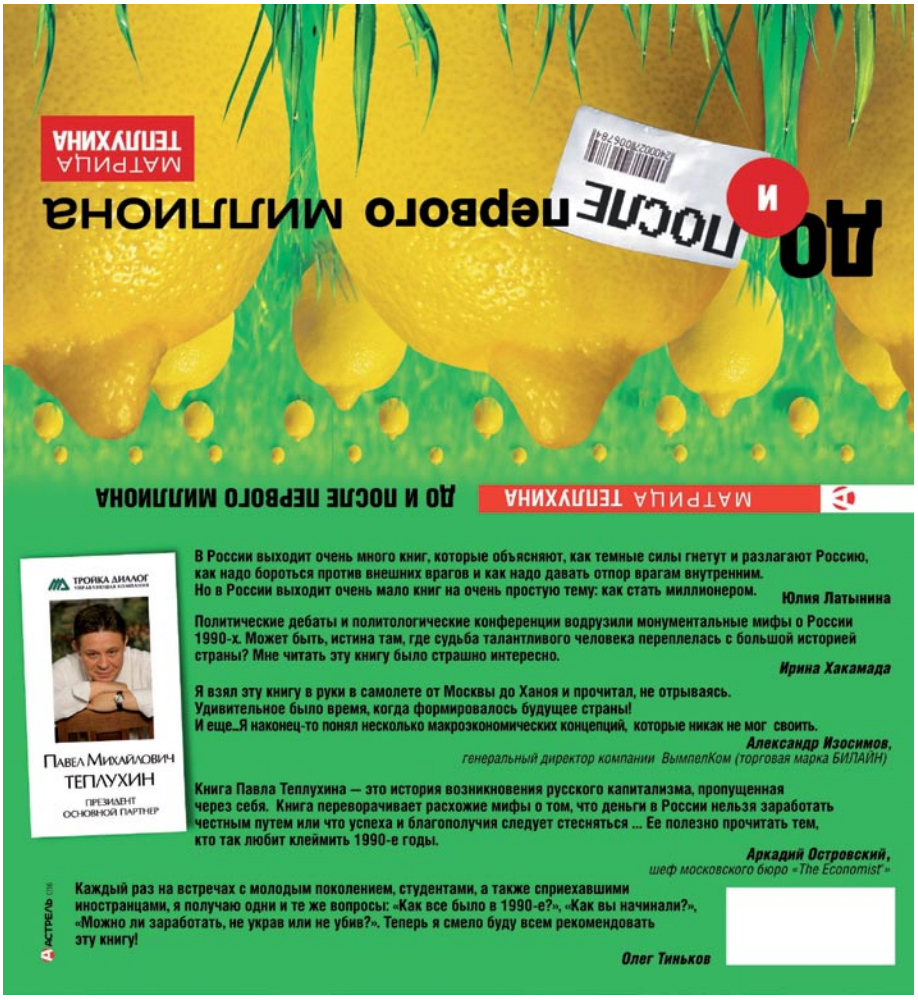
В издательстве «Астрель» совсем скоро выйдет в свет книга «Матрица Теплухина: до и после первого миллиона».
Как пишет Аркадий Островский, шеф московского бюро «The Economist», «это история русского капитализма, пропущенная через себя». Точное это определение является для людей, принадлежащих к российскому инвестиционному сообществу, лучшей рекомендацией и вместе с тем сильным побудительным мотивом к чтению. Кто же не хочет узнать вариант нашей истории, изложенный именно президентом УК «Тройка Диалог» Теплухиным — одним из наиболее успешных российских инвестбанкиров, и наиболее ярких людей именованного сообщества.
Г-н Теплухин любезно предоставил «Вестнику НАУФОР» право первой публикации избранных глав своей книги.

Окончание. Начало см.: «Вестник НАУФОР».2008. № 3

Экономическая безграмотность

Экономическая грамотность — это элемент общей грамотности; так, по крайней мере, относятся к ней на Западе. В СССР экономическая грамотность была сферой, доступ в которую имела узкая группа соответствующих специалистов. Массы в экономику не лезли — у них и без этого забот было более чем достаточно… Раньше, когда деньги были лишь средством платежа, мерилом ценностей, в СССР был объем фондов. Сумел выбить фонды для своего предприятия, смог достать дефицит, значит — ты лучший! А не сумел выторговать подшипники для любимого завода — ты худший! Деньги при этом выполняли лишь учетную функцию, были системой измерения, но при этом системой измерения очень странного свойства. Рубль в кармане металлурга и рубль в кармане члена Политбюро ЦК КПСС, при полной внешней идентичности, были совершенно разными денежными единицами, так как имели разное товарное наполнение. В этой связи всеобщая экономическая грамотность в СССР была не нужна, а в чем-то даже и противопоказана «широким народным массам».

Сегодня, когда деньги вновь обрели свою первоначальную функцию, экономическая грамотность стала одним из самых важных и нужных элементов общей грамотности. Говорим: низкий уровень экономической грамотности, подразумеваем — низкий уровень подготовки к реальной жизни…



Чемодан дензнаков Советского Союза

Я лично пострадал от советской экономики, а точнее, стал «жертвой дутого рубля» — денежной единицы, не обеспеченной товаром. Анекдотичная история на тему: «Счастье не в количестве денег, а в их покупательской способности».

Дело было так: в 1991 году я создал консультационную компанию под названием «Академия», которая была зарегистрирована в городе Таллине, столице Эстонской Советской Социалистической Республики. Очень мне понравился этот красивый город. «Академия» давала консультации различным предприятиям Советского Союза по переводу их на особую форму аренды с правом последующего выкупа.

Была такая форма первичной приватизации. Это когда коллектив арендует предприятие у соответствующего министерства, а потом имеет право постепенно это самое предприятие выкупить. Это аналог того, что в Америке существует под названием ESOP (Employee Stock Ownership Plan) — народное предприятие — переходная форма собственности. Понятно, что по этому поводу существовало постановление правительства, юридически это было возможно. И мы ездили по всему Советскому Союзу и предлагали предприятиям переходить на новые отношения.

Профессиональные услуги «Академии» хорошо оплачивались, и мы зарабатывали очень много денег. По тем временам ну просто очень много.

Например, в сентябре 1991 года, когда среднестатистическая зарплата по стране была 100–120 рублей, я ежемесячно зарабатывал около 20 тысяч рублей.

В общем, теоретически на свою зарплату (официальную, с которой налоги платил) я мог бы ежемесячно ставить в свой гараж три «жигуля». Но это в том случае, если бы их можно было купить. Очень много «если бы, да кабы», но куда денешься?! Тогда же в свободной продаже автомобилей не было! Вообще ничего не было, все по той же самой причине «неравномерной» товарной наполненности рубля.

Осенью 1991 года, заработав добрую «тонну» рублевого «неликвида», я уехал в Лондон. Денежки, проку от которых в туманном Альбионе не было никакого, я перед отъездом складировал в чемодан типа «кейс» и положил его под кровать. На рождественские каникулы я прибыл в родной СССР. Мои коллеги — «Гайдар и его команда» — к тому времени уже обосновались на Старой площади и активно занимались подготовкой либерализации цен. Как только я явился к ним с визитом вежливости, мне тут же было сказано: «Во-о, замечательно! Приехал! Ну, давай, Павел Михайлович, подключайся, работы невпроворот…»

Я, разумеется, согласился и живо включился в этот «исторический процесс». А было это все в последних числах

декабря 1991 года. До публикации постановления о либерализации цен нас натуральным образом заперли в офисе в целях соблюдения секретности. Так мы и работали в совершенной изоляции от внешнего мира. И все было нормально, тем более что условия были на уровне — кормили-поили нас сытно и вкусно. И мы работали как ошалелые…

И вот третьего января 1992 года, когда цены уже выросли в пять–восемь раз (!), нас выпустили «на волю». Я пришел домой и только тут вспомнил: «Елы-палы, а у меня же под кроватью чемодан с деньгами…» Понимаете, я только тогда о них и вспомнил. Когда они уже превратились практически в фантики. Ну, может быть, не совсем в фантики, а почти, но все-таки в фантики… А я не смог их потратить, потому что… уж слишком занят был. Теоретически, зная, что идет денежная реформа, либерализация цен, я, конечно, мог бы на них чего-нибудь купить. Но вспомнил я об этом, когда было уже поздно.

Этот эпизод очень характерный, показательный. Да, я был очень занят тем, что много зарабатывал. Но вот если спросить: «Зачем это мне было нужно? Куда столько денег?» Четкого ответа у меня нет. Просто мы использовали наше серое вещество, решали конкретные задачи и получали от этого колоссальное, ни с чем не сравнимое удовольствие. Может, это и есть самое главное? И когда мы говорим об оптимальной мотивации человеческой деятельности на пути к успеху, я думаю, что ответ нужно искать именно в этом направлении, а отнюдь не в черном «кейсе», пылящемся под кроватью…

После либерализации цен в России я вернулся в Лондон, чтобы закончить дела и сдать экзамены. Работы стало еще больше. Экономическая революция в России стала интересной решительно всем — студентам, ученым, политикам по обе стороны Атлантики. Приходилось много писать, анализировать, выступать с докладами на научных конференциях и практических семинарах.

Очень хотелось поскорее все доделать и вернуться домой для практической работы. Тут-то и пришла информация о том, что правительство Гайдара отправлено в отставку. Причем это-то как раз не стало неожиданностью. Егор Тимурович часто повторял, что его правительство — правительство камикадзе. Ну очень уж трудно было представить, что правительство, которое вынуждено было принять столько непопулярных мер, применить шоковую терапию к безнадежно больной экономике страны, останется у руля надолго. В тот момент было обидно, что я, казалось, не успел применить все свои знания в реализации экономической реформы.

Всемирный банк и Международный валютный фонд

Всемирный банк (World Bank) создавался как инструмент финансовой помощи бедным странам Африки, нищета которых стала особенно вопиющей после обретения ими независимости. В начале 50-х годов прошлого века экономическая несостоятельность новых государств стала очевидной реальностью. Тогда и был создан ВБ, устав которого декларировал главными задачами организации — борьбу с голодом, нищетой, неграмотностью. ВБ работал в связке с представителями ООН, которые решали задачи политического характера.

ВБ создавался как тактический инструмент, предназначенный для осуществления конкретных практических проектов по созданию объектов экономической инфраструктуры.

Международный валютный фонд (International Monetary Fund, IMF) создавался как структура для решения задач, связанных с валютой и торговлей, как структура, направленная на преодоление временных финансовых кризисов в любой стране мира. Специалисты МВФ оказывали помощь в организации сбалансированных торговых потоков, обучали местных специалистов работе с инструментами управления финансами.

Вот так они работали с развивающимися странами Африки, но тут случился скоропостижный распад СССР, и Фонд получил новый мандат от стран, которые к тому времени оказались кредиторами СССР.

Должен платить и будет платить!

Страна активно брала кредиты за рубежом еще со времен Брежнева. Эти деньги шли на закупку продовольствия, острый недостаток которого в то время ощутила вся страна. До голода дело не дошло, но экономическая ситуация в стране продолжала усугубляться по нарастающей. При Горбачеве общая сумма внешнего долга стала воистину колоссальной. 1991 год поставил жирную точку в истории СССР.

Ситуация и не могла разрешиться иначе — страна находилась в состоянии «холодной» войны с половиной мира и тут же, бряцая оружием, брала деньги

взаймы у своего потенциального противника, а выиграть войну за счет денег врага невозможно. Когда все факторы, предшествующие краху, сошлись в одной точке, империя рухнула, и кредиторы призвали МВФ для осуществления миссии по взиманию долгов.

Кредиторы хотели быть уверенными, что их деньги никуда не исчезнут и, в конце концов, будут возвращены. Фонд стал действовать. Например, два года МВФ боролся за сохранение рублевой зоны, ведь рубль в данном случае был одним из элементов, объединяющих государства постсоветского пространства и гарантирующих возврат долгов. Эта непродуктивная позиция дорого стоила экономике России. Республики бывшего СССР сразу после объявления независимости заводили у себя собственный республиканский центральный банк, который, как ошалелый, начинал печатать ничем не обеспеченные рубли. На эти рубли республиканские предприятия поспешно скупали в России все, что в тот момент можно было купить. В результате рублевая масса внутри самой России оказывалась не обеспеченной товарами, что приводило к гиперинфляции в стране. Рубль стремительно терял в цене. Предприятия одно за другим начали отказываться от торговли за рубли. Наступило царство бартера, зачетов и векселей. Налоговая система практически перестала функционировать. Государство остановило не только закупки товаров, но и стало задерживать выплату зарплаты и пенсий. Только в этот момент единый рубль был отменен.

Новой инициативой МВФ по сохранению должника стала идея «нулевого варианта», согласно которому Россия брала на себя все долговые обязательства бывших союзных республик, а в качестве компенсации забирала себе все зарубежные активы СССР. Общих всесоюзных обязательств было 150 млрд долларов. Доля России была внушительной, но составляла далеко не 100%. Многие республики с радостью пошли на это, а некоторые до сих пор оспаривают данный вопрос.

После этого МВФ сконцентрировался на России как главном должнике в осуществлении ею той или иной экономической политики, прежде всего денежно-валютной, которая должна была обеспечить постепенный возврат долга без ущерба экономике нашей страны. Самое худшее, что могли сделать кредиторы, это «убить» должника, развалить его экономику. Но пропадет должник, и деньги пропадут. Значит, надо, чтобы должник жил и платил. Вот его задача. Когда заплатит сполна, пусть делает что хочет.

Таким образом, МВФ должен был поддерживать экономическое состояние России ровно настолько, чтобы у нас хватало средств на выплату долгов. Я не вижу ничего постыдного, зазорного или неприличного в такой позиции — это нормальная политика, очень разумная на уровне государств-кредиторов.

Кредиторы возложили миссию на солидный международный финансовый институт, выделили ему некие спонсорские средства, предназначенные для финансирования консультантов, экспертов, которые помогали решать те или иные вопросы текущей жизни страны и экономического развития. С макроэкономической точки зрения, это был очень правильный и эффективный проект, потому что, в конце концов, понятно, что Россия приступила к переговорам о реструктуризации этого долга, долг был реструктурирован сначала в 1996 году; затем в 1998 году произошло частичное списание долга, и, в конце концов, произошло полное и окончательное погашение долга перед Парижским клубом кредиторов (он, собственно, и объединял стран-кредиторов), была окончательно погашена задолженность перед МВФ, все деньги были возвращены.

МВФ в России выполнял функцию «оператора», «администратора» или менеджера, и надо заметить, что свои менеджерские функции фонд выполнял весьма эффективно. Возврат российских долгов был обеспечен за 9 лет, и это очень неплохой результат.

Всем известно, что Фонд занимался консультированием Правительства РФ. Например, при введении национальных валют правительство столкнулось с проблемами в межреспубликанской торговле. Страна распалась, межреспубликанские экономические связи прервались, построенный за годы «совместной жизни» в семье «братских народов» механизм сломался: перестал работать. Что делать в такой ситуации — непонятно, правительство обратилось за помощью к МВФ.

Фонд пригласил компетентных специалистов. Специалисты провели ряд конференций, на которых лица, при-

Страна активно брала кредиты за рубежом еще со времен Брежнева. Эти деньги шли на закупку продовольствия, острый недостаток которого в то время ощутила вся страна. До голода дело не дошло, но экономическая ситуация в продолжала усугубляться по нарастающей. При Горбачеве общая сумма внешнего долга стала воистину колоссальной. 1991 год поставил жирную точку в истории СССР.

нимающие решения, слушали, учились, получали теоретический материал для принятия грамотных практических решений. То есть решений, основанных не на эмоциях, а на реальных знаниях.

С этим вопросом разобрались, а тут другой: какой валютный курс нужен стране — плавающий или фиксированный? МВФ вновь собирает экспертов. Эксперты работают, изучают конкретную ситуацию, высказывают свои пожелания. Рекомендаций типа «либо так — либо так» не было. Ответ был более сложным: если вы хотите делать то-то, надо действовать так, если то-то, действуйте вот так. Если вы не знаете, чего хотите, то и ответа на вопрос нет, он попросту отсутствует — ответ вырастает из поставленной цели.

Например, такой ответ: если вы хотите бороться с инфляцией и принимаете жесткую фискальную политику, то надлежит зафиксировать обменный курс национальной валюты к какой-нибудь надежной иностранной валюте. Вот, примерно, такого плана ответ. Конечно, более подробный, на пятидесяти страницах, с выкладками, с цифрами, но, тем не менее, суть его заключалась именно в этом. Или: если вы хотите, чтобы у вас был стабильный платежный баланс и режим свободной торговли, планируете активизировать импорт-экспорт, то делайте курс плавающим, пускай он сам себя стабилизирует. Возможна девальвация, но рынок остановится там, где он остановится. Тогда это и будет правильный курс. Но тогда придется забыть о некоторых других вещах.

И тут уже, исходя из этих ответов, правительство выбирало, что же будет наиболее выгодным для России в настоящий момент.

Советы в несоветской стране

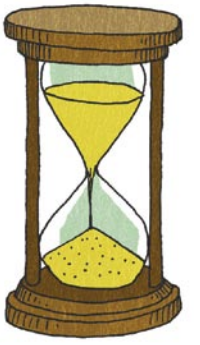
В общем, советы такого рода давались довольно часто, и были они довольно востребованными. Другое дело, что никто из чиновников не любил афишировать то, что его инициатива строится на рекомендациях экспертов МВФ. Чиновники, конечно, старались создать вокруг себя ауру собственной гениальности, поэтому роль экспертов Фонда часто замалчивалась. Я как человек, который все это видел изнутри, участвовал во многих переговорах, давал советы правительству, как вести себя на переговорах с МВФ, очень хорошо знаю всю эту кухню. Мне точно известно, что большинство экономических решений, принятых Правительством России, явились результатом совещаний с экспертами МВФ. Понятно, что и эксперты могли ошибаться, не все их советы были хорошо взвешены и продуманы: от ошибок не застрахованы даже самые «матерые» эксперты. Все это было. И, конечно, люди, принимавшие решения, должны были использовать собственный опыт и другие накопленные знания для того, чтобы из большого количества рекомендаций выбирать лучшее. Тем не менее в случае необходимости МВФ имел возможность привлекать лучших экспертов со всего мира. В общем, спасибо им за то, что мы такие, какие мы есть.

В мире все взаимосвязано. Когда крупнейшим акционером МВФ является кредитор России, то он, разумеется, ставит своему представителю в Совете директоров Фонда совершенно конкретные задачи — он хочет получить назад свои деньги, он хочет твердых гарантий возврата. Ничего зазорного в этом нет. Это абсолютно нормально: подобного рода инструменты и существуют для того, чтобы их использовать. Иначе зачем они еще нужны? Чистого альтруизма не существует. За каждым альтруистическим побуждением можно разглядеть тень корыстного интереса. Особенно когда речь идет о крупных деньгах.

Всегда кто-то под кого-то подстраивается, что-то у кого-то учитывает, кто-то кого-то имеет в виду… Поэтому, конечно, МВФ решал задачи подъема экономики России, точнее, задачи обеспечения существования российской экономики, в том числе для того, чтобы эта экономика отдавала необходимые деньги.

И она их отдала.

В мире все взаимосвязано. Когда крупнейшим акционером МВФ является кредитор России, то он, разумеется, ставит своему представителю в Совете директоров Фонда совершенно конкретные задачи — он хочет получить назад свои деньги, он хочет твердых гарантий возврата. Ничего зазорного в этом нет.



Коротко о важном

Начались биржевые торги фьючерсами на пшеницу

Национальная товарная биржа (НТБ) начала с 9 апреля с.г. торги поставочными фьючерсами на пшеницу. Участники получают возможность заключать сделки с двумя типами биржевых фьючерсных контрактов на пшеницу — контракта с поставкой на условиях FOB (франко-борт судна) порт Новороссийск и контракта с поставкой на условиях EXW (франко-элеватор) на элеваторах, расположенных в Южном Федеральном округе. Проект реализуется на основе технологической инфраструктуры ММВБ при поддержке Министерства сельского хозяйства РФ, Администрации Краснодарского края и Российского зернового союза.

Состоялась торжественная церемония награждения победителей Всероссийского творческого конкурса «Миссия выполнима. Твое призвание — финансист!», официальным спонсором которого является Банк Москвы. Цель данного проекта — предоставить возможность одаренным ребятам из разных городов России стать студентами одного из старейших экономических ВУЗов страны — Финансовой академии при Правительстве РФ.

По интернету — на 22 биржи

Инвестиционный холдинг «ФИНАМ» представил российским инвесторам полнофункциональную платформу для интернет-трейдинга «Finam Multi Exchange». В рамках единого интерфейса новая платформа позволяет совершать операции с акциями и депозитарными расписками компаний на 22 крупнейших биржах мира, получая прямой доступ к торгам. Кроме того, «Finam Multi Exchange» предоставляет доступ к операциям с золотом и серебром против ведущих мировых валют, рынку FOREX (более 150 валютных пар), фьючерсным контрактам (более 400) на 16 различных биржах, а также к приобретению активно управляемых ETFs.

ПОДПИСНОЙ КУПОН

Наименование издания		Вестник НАУФОР			
Период подписки	2008 год	Количество экземпляров		Вид доставки	Курьером (только Москва) Почтой
Наименование организации					
Вид деятельности организации					
Юридический адрес					
Почтовый адрес					
Адрес доставки (полностью)					
ИНН/КПП		/			
Телефон		Факс		E-mail	
Получатель издания (ФИО)				Должность	
ФИО (полностью) сотрудника, ответственного за подписку					

Внимание!!! Мы дорожим каждым нашим подписчиком. Пожалуйста, обязательно заполните все поля приведенной формы и отправьте купон по факсу: (495) 730-53-52, 730-53-17.
При получении купона мы выставим счет для оплаты подписки и отправим его вам по указанному номеру факса.
Стоимость подписки для членов НАУФОР – 5040 рублей.

Расширение круга

Неудачная финансовая операция имеет шансы реализоваться в успешный проект просветительского толка. При определенных, разумеется, условиях

О том, как подобное превращение становится возможным, рассказывают главному редактору журнала «Вестник НАУФОР» Ирине Слюсаревой учредители и попечители ростовского Музея современного изобразительного искусства Елена Левина и Вячеслав Давыденко.

Собрание включает произведения искусства периода 1930–2008 годов

Три года назад, в феврале 2005 года в южном российском городе Ростове-на-Дону открылся «Музей современного изобразительного искусства на Дмитровской». Это художественное событие (а появление музея, несомненно, стало событием городской жизни, о чем речь ниже) имеет, можно сказать, инвестиционную подоплеку, поскольку является проектом финансовых организаций.

Учредители музея — ООО «Титан-Инвест» и ООО «Токинвест». Но если называть вещи своими именами, то учредили музей все-таки не эти организации, а возглавляющие их физические лица — Елена Левина (между прочим, член Совета директоров НАУФОР) и Вячеслав Давыденко.

Музей, как значится в документах, «ориентирован преимущественно на собирание и популяризацию объектов современного искусства». Его собрание составляет около 2000 единиц хранения, включает произведения живописи, графики, декоративно-прикладного искусства периода 1930–2008 годов. Музей формирует несколько тематических коллекций и курирует выставочные проекты «Провинция», «Новые имена», «Северный путь».

Проект некоммерческий.

— Елена, Вячеслав, как возникла идея музея?

В. Д.: В определенный момент была достигнута точка невозврата, после чего я предложил Елене сделать в Ростове художественный частный музей, а она эту идею сразу и безоговорочно поддержала.

— Невозврат-то в чем состоял?

В Ростове не очень благоприятная обстановка. Большой и достаточно благополучный город, столица Южного федерального округа, но культурный слой при этом тонкий – музеев всего два: художественный и краеведческий. Скажем, в Вологде население всего 400 тысяч человек, но музеев — семь. Из Ростова стали уезжать художники, вообще творческие люди. Им стало тесно и душно в этом пространстве — негде выставляться, закрылись практически все галереи, принадлежащие Союзу художников.

Е. Л.: В исторической части Ростова, на одной из его старейших улиц — Дмитровской (ныне

Шаумяна), есть здание — дом купца Яблочкова постройки конца 1899 года. Мы его выкупили и планировали после реставрации организовать там инвестиционный банк. Но дело было в 1997 году. Кризис нас сильно подкосил. Мы долго реставрировали здание, и со временем решили, что нашему городу более необходимы выставочные площади и наш финансовый проект стал превращаться в проект просветительского толка, поскольку часть помещений была отдана под экспозицию.

Когда компания «Титан-Инвест» только организовались, мы ездили покупать акции по всей России. А параллельно приобретали понравившиеся работы художников. Первую картину купили в 94-м году в Махачкале, местного художника Апанди Магомедова. Это и было началом нашей коллекции. С самого начала основным увлечением были провинциальные художники реалистической школы. Постепенно коллекция разрасталась. Да и накопившийся опыт дал возможность приобретать более качественные работы.

В. Д.: Каждый раз, приезжая в Ростов, я чувствовал, что территория, по которой хочется ходить и вообще существовать, сужается. Город превращался в ярмарку, в нем говорили исключительно о деньгах. Мне уже не хотелось там находиться.

И я стал думать так: мы — один из камней, который летит в реку, чтобы построить плотину и перекрыть поток коммерциализации. Мне кажется, это нормальная реакция защиты от саморазрушения. Мы понимали, что задача немного самонадеянна. Но тем не менее.

Деньги, потраченные на музей, можно было, конечно, вложить в развитие бизнеса. Но это не было предметом долгих дискуссий с Еленой.

— Почему именно музей, а не галерея, не выставочный зал?

В. Д.: Музей – это тихая лабораторная работа, без эпатажности, без тусовки. Это скорее духовная практика, нежели проведение мероприятий. В музейной работе нет элемента потребления.

Е. Л.: Наш музей выполняет разные функции: при нем работает городской детский абонимент, читаются лекции по теории искусства. А галерея — это исключительно экспонирование и продажа.

Ростовская арт-тусовка вначале восприняла идею скептически: мы с Вячеславом были из другой среды. Музей мы открыли в феврале 2005 года выставкой кубанского художника Александра Золотарева. Это было нашим открытием. Увидев его картины, мы были поражены мастерством передачи света и экспрессией. А искусствоведы, которым мы показали его работы, подтвердили, что этот художник — явление. Это была его первая персональная выставка, хоть в этом году ему исполняется уже 70 лет.

За более чем 3-летний срок музей провел более 50 выставок, часть из них передвижные — в Москве, Кургане, городах Ростовской области. У нас была даже выставка Энди Уорхолла, не та, которую видели москвичи, а специально организованная Питсбургским музеем, совместно с компанией Алкоа!

Елена Левина

Вячеслав Давыденко

— **Как строится работа музея?**

Е. Л.: Функции управления лежат на нас, но есть еще штатные работники, профессиональные искусствоведы, которые занимаются подбором и организацией выставок, изданием каталогов, формированием коллекции. План выставок сформирован на несколько лет вперед, так как есть большой спрос на выставочные площади, ведь наш музей — единственная в городе площадка, где художники выставляются бесплатно. Бюджет музея, который идет на развитие, зарплаты сотрудников, пополнение коллекции, печатную продукцию, формируется из благотворительных взносов, в основном учредителей. Так как это проект благотворительный, то вход в музей бесплатный. Одной из наших задач является создание попечительского совета при музее, состоящего из людей неравнодушных к негативной обстановке, сложившейся в нашем городе в области культуры.

В. Д.: Важной нашей задачей является сохранение наследия. В городе Новочеркасске есть институт виноградарства, в кафе, принадлежащем ему есть уникальная фреска академика живописи О.П. Филатчева, которая сейчас находится в плачевном состоянии. Пытаясь спасти роспись, мы обратились к местным властям, в российское и ростовское общества охраны памятников за содействием, но наши усилия пошли прахом. Это все-таки показатель пренебрежительного отношения к культурному наследию, которое пока в обществе преобладает.

Е. Л.: Летом 2007 года в музее-заповеднике «Танаис» мы проводили мастер-класс по песчаной скульптуре для детей, учащихся художественной школы. Художник Д. Клименко, победитель многих международных конкурсов, бывший ростовчанин, специально приезжал для этой цели из Питера. Это был своего рода тест на готовность общества хранить созданное, который показал печальные результаты: в течение месяца все скульптуры были разрушены, мы наблюдали как дети, приезжающие на экскурсии, разрушали песчаного Меркурия и другие работы, на создание которых их же ровесники потратили много сил.

Но в целом круг людей, которые готовы помочь, расширяется! Шестого марта был проведен благотворительный аукцион «Арт-дуэт». Он задумывался как совместный проект художников и бизнесменов, в нем приняло участие 14 ведущих представителей ростовских деловых кругов. Участники разбились по парам «бизнесмен-художник» и в течение полугода делали совместные арт-объекты. Получились настоящие произведения искусства, сделанные с любовью и имеющие художественную ценность. Все они были проданы на аукционе. Деньги пошли на лечение конкретных детей, нуждавшихся в лечении и операциях. Проект имел большой успех, предметы продавались с многократным увеличением стартовой цены, мы обязательно повторим этот опыт.

В. Д.: Следует заметить, что в последние несколько лет частные музеи открываются лавинообразно, и много проектов на подходе, поскольку у многих крупных бизнесменов сегодня имеются интересные собрания. Это важно, ведь коллекционер человек сложный, он не всегда хочет выставлять на публичное обозрение то, чем владеет. Тем не менее, наш музей сумел стать площадкой для экспонирования частных художественных коллекций, с ростовской «пропиской» и не только. А в частных коллекциях хранится многое, и в настоящее время публике известна малая часть этих собраний.

Е. Л.: В целом целью создания музея было отформатировать по-новому художественную жизнь Ростова, и эта цель достигнута. Сейчас при открытии некоторых выставок все желающие просто физически не могут попасть в зал: люди стоят на лестнице и ждут возможности войти. И аудитория по своему составу радует — много молодых лиц. Но к нам также регулярно приезжают люди зрелого возраста — из домов престарелых, организаций ветеранов, пенсионеры. Для них эта возможность контакта с искусством едва ли не единственная по причине ограниченности как материальных, так и физических возможностей, и мы рады, что можем быть для них своего рода провайдерами.

На выходных в музее проводятся детские спектакли, лекции, концерты, в общем, он стал выполнять функции некоего центра досуга, превратился в площадку многоцелевого назначения.

Но сейчас мы все-таки находимся еще в периоде проб и ошибок. Есть планы, есть надежды: что переедем в более подготовленное здание, что музей получит ту среду, которую заслуживает. Ведь сейчас наш музей – это всего лишь два зала.

В. Д.: Трудностей много. Пока музей генерирует исключительно расходы. Мы работаем над тем, чтобы он смог приносить и какую-то прибыль – это было бы правильно, это способствовало бы его развитию. Можно выпускать книги, открытки, альбомы. Появляются люди, которые тем или иным образом имеют права на определенные объекты художественного наследия и предлагают с ним работать. При музее формируется библиотека по искусству. Все это надо делать!

Собственно, примерно такие перспективы заложены и в наши учредительные документы. Но нужна другая территория, другой подход, другие финансы. Пока музей – это лаборатория. Но у него могут быть перспективы. Ведь в свое время даже ЦАГИ тоже был маленькой исследовательской площадкой, а во что это вылилось!

Е. Л.: Сначала у ростовчан по отношению к нашему проекту возникали исключительно вопросы: почему музей, зачем музей? Сейчас количество вопросов убавилось, а увеличилось количество предложений. Люди приходят отдавать,

а не забирать, реализоваться, а не зарабатывать. Это важный момент, и мы его ждали. Музей практически не занимается никакой саморекламой.

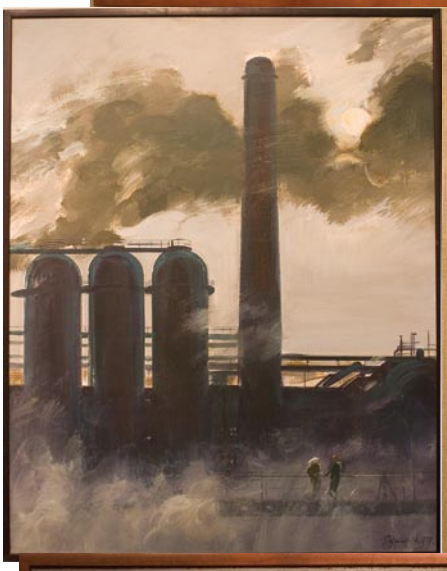
Музейное дело — оно вообще для аутсайдеров.

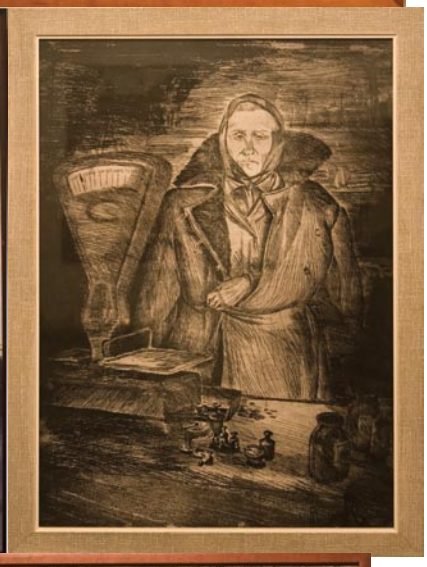
— **Согласна. Для аутсайдеров типа Гуггенхайма или Третьякова.**

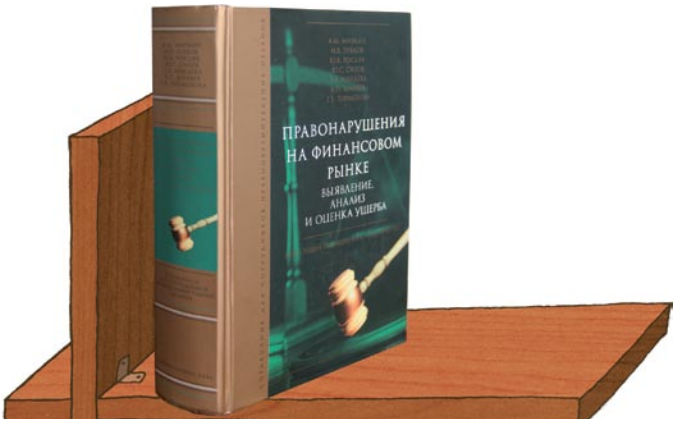
Е. Л.: Мы не шли по пути саморекламы, наши проекты почти не анонсируются, мы не платим журналистам за публикацию заметок. Хотите — пишите, не хотите — не пишите. И ведь пишут! Поскольку у нас экспозиции меняются ежемесячно, и практически каждая идет, что называется, с аншлагом. Это востребовано, а значит, про это нельзя не писать. Но социальной рекламы в Ростове нет, властям это не интересно. Поэтому мы ждем именно Третьяковых и Гугенхаймов.

В. Д.: Современное искусство теперь движется не от центра к регионам, а в обратном направлении. В Москве, Санкт-Петербурге в последние десятилетия появилось большое количество исследований, книг, статей, выставок, посвященных художественному процессу минувшего столетия, а провинциальные города до сих пор не могли похвастаться таким обилием материала.

Если говорить о Донском крае, то вся местная литература о современном искусстве — это небольшие брошюрки, напечатанные в середине 70-х годов, несущие отпечаток тогдашней идеологии. Поэтому следующим логичным шагом было обращение к практикующим искусствоведам с инициативой более предметного разговора об искусстве на страницах печатных изданий. Коллективный труд может вылиться в энциклопедию донского искусства периода с 20-х годов XX века по нынешнее время. Уже вырабатывается концепция представительства в этой энциклопедии, концепция самого издания, его название. Процесс, что называется, пошел… ◻







Правонарушения на финансовом рынке: выявление, анализ и оценка ущерба

В справочнике представлен системный инструментарий по идентификации правонарушений: в распряжении читателя оказывается детальный классификатор правонарушений; аналитическая матрица «правонарушение — ущерб — оценка»; методы оценки ущерба, адаптированные к предметной области финансового рынка.

Анализ судебной практики включает более трех тысяч правонарушений, расширенную характеристику более 150 типичных примеров правонарушений и связанных с ними судебных прецедентов.

В справочнике уточняется понятие правонарушения и ущерба с точки зрения российской системы права, вводится концепция конфликта интересов как главного источника правонарушений. При этом ущерб получает разностороннее описание: в качестве следствия правонарушения и в качестве объекта оценки. Справочник дает комплексное представление и обоснование трудностей определения размера ущерба. В книге выделены факторы, препятствующие применению процедур судебной защиты и восстановлению нарушенных прав, даны рекомендации по идентификации этих факторов и их заблаговременному устранению.

Изложение материалов справочника базируется на детальной классификации видов правонарушений в зависимости от принадлежности к гражданской, уголовной или административной системам права, от предметной области правонарушения и нарушаемой статьи законодательства. для каждой предметной области правонарушений дается подробное описание конфликта интересов, причинно-следственных связей, приводятся типичные ситуации и примеры из судебной практики.

В главе, посвященной процедуре определения стоимостной величины ущерба, изложена последовательность работ при проведении такой оценки, описывается место, роль и функции, которые отводятся в данной процедуре независимому оценщику и эксперту, приводятся ситуации правонарушений и используемые подходы для оценки причиняемого ими ущерба.

Отдельная глава справочника ориентирована на вопросы взаимодействия потерпевшего с государственными регулятивными, правоохранительными органами. Предлагается алгоритм действий потерпевшего для защиты своих прав как на стадии расследования состава правонарушения, так и на момент судебной защиты.

Справочник предназначен для сотрудников правоохранительных органов и финансовых регуляторов, инвесторов, акционеров, специалистов-практиков предприятий, банков, инвестиционных и финансовых компаний и фондов, которые вступают в сложную систему взаимоотношений на финансовом рынке, связанную с возникновением рисков и конфликтов интересов.