ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК РОССИИ: ИТОГИ ГОДА

29–30 ноября в Москве в отеле «Рэдиссон САС Славянская» состоялся III ежегодный Федеральный инвестиционный форум.

Соорганизаторами мероприятия выступили Совет Федерации Федерального собрания РФ и журнал «Рынок ценных бумаг».

Форум проводился при поддержке Администрации Президента РФ, Министерства экономического развития и торговли РФ, с участием ведущих саморегулируемых организаций и объединений.

Форум собрал более 700 участников со всей страны. Среди них присутствовали руководители федеральных и региональных органов власти, представители финансовых институтов и динамично развивающихся предприятий. С докладом выступил **Олег Вьюгин**, руководитель ФСФР России. В своем докладе он, в частности, затронул вопрос о поправках в законодательство, которые создадут предпосылки для секьюритизации активов и будут способствовать притоку на российский фондовый рынок инвестиций, а также позволят защищать участников рынка от нерыночных рисков.

Также на пленарном заседании Федерального инвестиционного форума с докладами выступили:

Александр Ястриб, старший вице-президент инвестиционного блока ВТБ (доклад «Стратегия инвестиционного бизнеса Группы ВТБ»);

Алексей Рыбников, генеральный директор ФБ ММВБ (доклад «Российский фондовый рынок и рост экономики страны»);

Николай Егоров, директор НДЦ (доклад «Необходимость реформирования российской инфраструктуры. Приоритеты НДЦ на пути к лицензии Центрального депозитария»);

Игорь Русанов, вице-президент, начальник Департамента рынков капитала (доклад «Развитие рынка ипотечных ценных бумаг в России: проблемы и возможности»);

Евгений Коган, генеральный директор инвестиционной компании «Антанта Капитал» (доклад «Рынок акций компаний средней капитализации: итоги и перспективы»);

Михаил Слипенчук, генеральный директор ИФК «Метрополь» (доклад «Секьюритизация активов и вывод новых брендов на фондовый рынок — ниша для российских инвестиционных банков»);

Президиум пленарного заседания Форума

Виктор Курило, начальник управления по связям с инвесторами АФК «Система» (доклад «Создание лидеров бизнеса в быстрорастущей экономике России.. Пример группы АФК «Система»);

Валерий Петров, первый заместитель генерального директора Альфа-Капитал (доклад «Перспективы развития отрасли управления активами в РФ»).

В рамках Форума было проведено несколько параллельно работающих профессиональных конференций.

Юрий Туктаров

РЫНОК ДОЛГОВ

Fixed income уже несколько лет подряд является наиболее быстро растущим сегментом российского рынка капитала. По данным 4-го ежегодного исследования, проводимого журналом «Рынок ценных бумаг», на конец ноября на российском облигационном рынке торговались бумаги 313 корпоративных и 49 субфедеральных и муниципальных эмитентов. Помимо традиционных инструментов долгового рынка — облигаций, активно развивались сегменты еврооблигаций и кредитных нот. Рынок краткосрочных обязательств в виде векселей по-прежнему составляет значительную долю в структуре всего рынка, и его объем, по оценкам экспертов, сопоставим с объемом рынка корпоративных облигаций.

На профессиональной конференции «Рынок долгов» состоялась церемония вручения наград лучшим эмитентам и организаторам корпоративных займов в двух категориях: до и свыше 1,5 млрд руб. Победители выявлялись в результате анализа ликвидности вторичного рынка облигаций. Данные для расчета были предоставлены ММВБ.

- Первое место в номинации «Самый рыночный выпуск корпоративных облигаций объемом до 1,5 млрд руб». занял второй заем компании **«Инпром».** Соорганизаторами выступили Банк «СОЮЗ» и Альфа-Банк.

- Первое место в номинации «Самый рыночный выпуск корпоративных облигаций объемом от 1,5 млрд руб.» получили **ФСК ЕЭС** и **Банк «Траст».**

Вел конференцию **Павел Ким**, главный редактор журнала «Рынок ценных бумаг».

С первым докладом выступила **Марина Медведева**, вице-президент ФБ «ММВБ». Ее презентация содержала большое количество статистической информации о российском облигационном рынке, который, в отличие от большинства зарубежных аналогов, является биржевым и сосредоточен на Московской межбанковской валютной бирже. Г-жа Медведева упомянула в своем докладе о некоторых перспективных направлениях работы биржи. В частности, были затронуты вопросы, связанные с биржевыми облигациями, российскими депозитарными расписками и операциями биржевого РЕПО.

Сергей Пахомов, председатель Комитета государственных заимствований г. Москвы, выступил с докладом, посвященным передовому опыту заимствований на публичном рынке. К сожалению, для инвесторов рост доходной части бюджета постепенно приводит к уменьшению общего объема заимствований города. Тем не менее Москва по-прежнему остается одним из лидеров не только на рынке государственных займов, но и на всем облигационном рынке России.

Дмитрий Богословский, начальник аналитического отдела Банка «СОЮЗ», выступил с докладом «Решения долгового рынка для финансирования компаний среднего бизнеса». В своем выступлении он затронул основные преимущества и недостатки долгового финансирования на публичном рынке именно с точки зрения компаний с объемами продаж 5—20 млрд руб. По словам докладчика, в 2007 г. нас ожидает появление большого количества новых эмитентов, а общий объем корпоративных облигаций составит не менее 700 млрд руб.

«Организация выпусков рублевых облигаций: изменения и вызовы конкурентной среды» — с такой презентацией выступил **Евгений Кочемазов**, управляющий директор Инвестиционного блока ВТБ. По его словам, конкуренция на рынке оказания услуг эмитентам по привлечению долгового финансирования с каждым годом усиливается. В 2006 г. впервые количество организаторов займов

Сергей Пахомов

снизилось, что говорит о качественном изменении рынка. В будущем, по словам г-на Кочемазова, произойдет еще большая концентрация рынка, и на первый план выйдут компании, обладающие такими конкурентными преимуществами, как широкая клиентская база, возможности бридж-финансирования и сильная команда продавцов и аналитиков.

Доклад ведущего специалиста по работе с долговыми обязательствами инвестиционной компании «Велес Капитал» **Михаила Мамонова** назывался «Организованный рынок векселей: реалии и перспективы». В своем выступлении г-н Мамонов затронул вопрос создания инфраструктуры для российского вексельного рынка. С помощью централизованного учета документарных ценных бумаг, по словам докладчика, можно снизить транзакционные расходы, уменьшить риски и наладить торговлю по системе «поставка против платежа».

Алексей Кауров, руководитель департамента корпоративных финансов и инвестиционных сделок АФК «Система», рассказал об опыте работы крупнейшей несырьевой компании России на долговом рынке. По его словам, одним из ключевых вопросов является комплексный учет и контроль за различными характеристиками долга.

Завершали конференцию доклады **Марии Карпачевой**, юриста юридической фирмы «Линия права», **Юрия Туктарова**, советника юридической фирмы «Магистр и Партнеры». Темы их докладов — «Юридическое сопровождение облигационных выпусков» и «Перспективы развития законодательства об облигациях» — органично дополнили друг друга. Вниманию участников конференции были представлены основные проблемы, связанные

с правовым сопровождением выпуска облигаций, и возможные тенденции развития законодательства. По словам юристов, в настоящее время отсутствие новых инструментов на долговом рынке напрямую связано с действующими нормативными актами, которые, по сути, ограничивают эмитентов и профессиональных участников. По словам г-жи Карпачевой, выпуск ипотечных и биржевых облигаций или чрезмерно осложнен, или, наоборот, не до конца прописан в регулирующих документах. Г-н Туктаров полностью поддержал свою коллегу и отметил, что в основе облигационных выпусков должен лежать принцип свободы договора. В этом случае возможно появление инструментов с различным обеспечением, а также субординированных инструментов.

Победители определялись по итогам опроса сотрудников управляющих компаний, НПФ и страховых компаний.

После приветственных слов ведущего конференции, руководителя управления регулирования и контроля за коллективными инвестициями ФСФР России **Александра Бескоровного** конференция начала свою работу.

С первым докладом выступил заместитель председателя ФСФР России **Сергей Харламов**, который рассказал о поправках в Закон об инвестиционных фондах. Не секрет, что в настоящее время многие приказы не соответствуют друг другу, а некоторые ограничивают действия управляющих компаний. Поправки в закон изменят лицензионные правила деятельности инвестфондов и НПФ. Сергей Харламов отметил, что закон определяет сроки рас-

Сергей Харламов, Наталья Плугарь и Александр Бескровный

УПРАВЛЕНИЕ АКТИВАМИ

В рамках конференции «Управление активами институциональных и корпоративных инвесторов» представители профессионального сообщества обсуждали различные возможности управления активами, анализировали ситуацию на рынке в 2005 г., рассматривали вопросы развития законодательства и налогообложения паевых инвестиционных фондов.

Перед выступлением первого участника конференции состоялась церемония вручения премий в области коллективного инвестирования. Были вручены награды победителям в следующих номинациях:

• *«Человек года на рынке коллективного инвестирования»* — Александр Бескровный.

• *«Компания года по работе с институциональными инвесторами»* — Тройка Диалог.

• *«Компания года по работе с розничными инвесторами»* — Тройка Диалог.

смотрения регулятором решений о выдаче лицензии, описывает основания для отказа в выдаче лицензий, а также содержит перечень оснований для аннулирования лицензий и приостановки операций. В законопроекте предусмотрена возможность аннулирования лицензии по заявлению организации при выполнении определенных условий. Кроме того, вводится понятие «приостановка операций» УК по определенным инструментам. С. Харламов рассказал, что законопроект также вводит понятие «квалифицированный инвестор». В документе сказано, что квалифицированными инвесторами являются управляющие компании, брокеры и инвестиционные компании, Банк России, Пенсионный фонд России и ряд других организаций. Квалифицированных инвесторов среди юридических и физических лиц будут устанавливать сами профучастники на основании требований нормативного регулирования ФСФР.

Продолжил выступление начальник отдела развития механизмов частно-государственного партнерства МЭРТ **Юрий Аммосов**. В своем докладе он рассказал о создании Российской венчурной компании (РВК) — инвестиционного механизма, с помощью которого государство планирует развивать высокие технологии в стране. Российская венчурная компания, создаваемая в форме акционерного общества со 100%-ным госучастием, призвана стать так называемым фондом фондов. Под ее управлением будет находиться от 10 до 15 венчурных закрытых паевых фондов. Согласно проекту в уставный капитал каждого фонда государство вложит от 600 млн до 1,5 млрд руб., что составит 49% уставного капитала; 51% должен быть предоставлен совместно управляющей компанией и частными инвесторами. Доход с государственной доли в этих венчурных фондах будет полностью отдан частным инвесторам, т. е. частные инвесторы, вкладывая половину, получают доход от полного объема фондов. Государство рассчитывает вернуть только свои деньги и в результате такой транзакции создать тот самый каталитический эффект, благодаря которому будет осуществлен проект в целом. *«Одна из ключевых задач РВК — трансформация российской экономики из сырьевой в инновационную. Высокие цены на нефть имеют свойства меняться не в нашу пользу, а ресурсы заканчиваться»*, — подчеркнул Ю. Аммосов.

Вопросам налогообложения и поправкам в НК было посвящено выступление заместителя генерального директора управляющей компании «УРАЛСИБ» **Натальи Плугарь**. Как правило, налоговые вопросы появляются у пайщиков в связи с налогообложением дохода от операций с инвестиционными паями. Однако как только на рынке начали работу ЗПИФы недвижимости, обнаружились проблемы в области налогового права, регулирующего деятельность этих фондов. В имуществе ЗПИФН появились не только ценные бумаги, но и иные объекты имущества и имущественных прав, которые, по общему правилу, сами являются объектами налогообложения или налогообложению подлежат операции с ними. Вопросы уплаты налога возникают в 4 случаях: при внесения имущества и имущественных прав в фонд, при совершении операций в фонде, при нахождении недвижимого имущества в фонде, при получении дохода по операциям с паями. В связи с этим возникает несколько вопросов: уплачивается ли НДС при внесении имущества в ПИФ; «восстанавливается» ли зачтенный ранее инвестором НДС? Н. Плугарь говорит следующее: *«При внесении имущества в ПИФ налог*

Рафаэль Маркос

на добавленную стоимость не возникает и не "восстанавливается"», налог на прибыль не уплачивается при внесении в ПИФ имущества в виде ценных бумаг по ценам выше балансовых». Возникает ли при совершении операций с имуществом, составляющим ПИФ, налог на добавленную стоимость, кто его уплачивает и как? Здесь существует два варианта действий: либо не применять ст. 174-1 НК РФ, ссылаясь на то, что управляющая компания ПИФ и доверительный управляющий — это разные субъекты, следовательно, не выделять НДС в учете ПИФ и не платить его; либо применять ст. 174-1 НК РФ, выделять НДС и платить его.
В настоящее время каждая компания отвечает на этот вопрос по-своему. Однако Н. Плугарь предостерегла присутствующих, сказав, что первое решение влечет за собой судебные разбирательства, и тем, кто хочет спать спокойно, лучше заплатить НДС. Очевидно, что в настоящее время ситуация, которая создалась в ЗПИФН в связи с нерешенными вопросами налогообложения имущества, входящего в состав ЗПИФа, и сделок с ним, отрицательно сказывается на отрасли и тормозит ее развитие. В течение 2007 г. планируются следующие поправки: будет урегулирована уплата НДС (подача разных деклараций по каждому фонду, «зачеты» по каждой налоговой базе), налог на имущество в ПИФе уплачиваться не будет (за исключением рентных фондов), будет общая налоговая база по всем обращаемым на организованном рынке ценным бумагам, включая паи.

Особую актуальность на сегодняшний день приобретают проблемы необходимости снижения издержек и рисков инвестиционного процесса. О роли спецдепозитария в повышении инвестиционного процесса рассказала в своем выступлении главный управляющий директора «Депозитария ИРКОЛ» **Ольга Петрова**. В условиях снижения доходности вложений на рынке ценных бумаг и коллективных инвестиций постоянно возрастает интерес инвесторов к вопросу минимизации затрат. Управляющие компании паевых инвестиционных и негосударственных пенсионных фондов в России все больше задумываются об аутсорсинге как одном из методов снижения операционных издержек инвестиционного процесса в целом и затрат на управление в частности. Ольга Петрова подчеркнула, что сегодня в российской практике для паевых инвестиционных и акционерных инвестиционных фондов законодательно предусмотрена возможность ведения специализированным депозитарием бухгалтерского учета фондов. В этом случае УК может снизить операционные издержки и получить высокий уровень технологической и методологической инфраструктуры учета. Еще один метод, с помощью которого УК может снизить свои издержки, связан с автоматизацией учетной деятельности и внедрения электронного документооборота (ЭДО). Актуальность внедрения ЭДО объясняется несколькими факторами: увеличением количества первичных документов, необходимостью сокращения времени проведения операций и снижения операционного риска. *«На практике необходимо еще большее сближение на уровне законодательства принципов, правил и стандартов работы институтов коллективного инвестирования и обслуживающих инфраструктурных организаций применительно к различным формам коллективных инвестиций»*, — подчеркнула Ольга Петрова.

О работе паевых фондов под управлением андоррской управляющей компании *Meriden Group* рассказал исполнительный директор компании **Рафаэль Маркос**. Основанная в начале 1980-х гг. *Meriden Group*, является группой компаний с разнообразными видами деятельности. Ранее компании специализировалась на инвестициях в американские и европейские ценные бумаги, сегодня *Meriden Group* предлагает клиентам фонды, ориентированные на российский рынок. *«Высокий кредитный рейтинг Княжества Андорры (Aa2 по версии Moody's), отсутствие налогов для пайщиков, а также защита интересов инвесторов делают привлекательными вложения через Андорру»*, — подчеркнул Р. Маркос.

Кроме того, с интересными и содержательными докладами выступили **Евгений Жук**, ведущий юрист Агентства инвестиционного проектирования *IMAC*, осветивший вопросы деятельности фондов прямых инвестиций, а также **Марина Тихомирова**, заместитель начальника депозитарного центра «Газпромбанка», рассказавшая об опыте российского кастодиана при формировании пула закладных с целью секьюритизации ипотечных кредитов.

IPO: ПЕРСПЕКТИВЫ РОСТА РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

Развитие рынка первичных предложений акций вот уже несколько лет будоражит умы участников российского фондового рынка. Число публичных размещений продолжает расти вопреки негативным прогнозам, в 2006 г. и вовсе был установлен мировой рекорд по суммарному объему *IPO*, осуществленных на всех мировых биржах. Журнал «Рынок ценных бумаг» не смог обойти вниманием столь интересный сегмент фондового рынка и организовал конференцию в рамках III Федерального инвестиционного форума. Ведущими конференции выступили **Владимир Гусаков**, заместитель руководителя ФСФР России и **Анастасия Плахотная**, заместитель главного редактора журнала «Рынок ценных бумаг».

Алексей Тужилин

Открыл мероприятие **Алексей Тужилин**, старший вице-президент по корпоративному управлению ЗАО «КЭС» (Комплексные энергетические системы), выступив с докладом «Перспективы *IPO* российских энергетических компаний в 2007 г.». В докладе были представлены взгляд стратегического инвестора на проблемы реформирования энергетических компаний и факторы успеха *IPO*. Началом презентации стала цитата из А. С. Пушкина:

«О, сколько нам открытий чудных
Готовит просвещенья дух (государственная политика)
И опыт, сын ошибок трудных (первые размещения, первые итоги),
И гений, парадоксов друг (кто уже на рынке и почему),
И случай, бог изобретатель…» (чего ждать от 2007 г. и далее).

Таким образом, каждая строка стихотворения великого поэта была призвана формировать основные тезисы выступления, указанные в скобках. Отвечая на первый вопрос, выступающий охарактеризовал текущую ситуацию в сфере реформирования электроэнергетики и тарифной политики в этой области. Государство на сегодняшний день все еще осуществляет контроль над профильными активами, но ситуация постепенно меняется. Опыт *IPO* ОГК-5, проведенного в октябре 2006 г., показал, что существует серьезный спрос на акции этого сектора. Акции компаний энергетики могут стать акциями «второго эшелона», но в 2007 г. риски будут спекулятивными. В данный момент докладчик советует инвестировать в сетевые и сбытовые компании, а не генерацию. Отмечается тот факт, что первыми на *IPO* выходят те из энергокомпаний, которые оказались самыми подготовленными по вторичным показателям, таким как наличие отчетности по МСФО, проведенная реструктуризация, а не по прибыльности и рентабельности.

Анна Трифонова

Геннадий Марголит, заместитель генерального директора ФБ ММВБ, выступил с докладом «Размещение акций в секторе ИРК на ФБ ММВБ». В докладе отмечена либерализация процессов первичного размещения в целом: включение ценной бумаги в котировальный список «В» на этапе размещения; снятие требований о трехмесячном сроке обращения ценной бумаги на бирже для ее последующего включения в листинг; сокращение временного цикла *IPO*. Дальнейшее развитие сегмента *IPO* предполагает создание в рамках биржи сектора для инновационных и растущих компаний (ИРК) и введение института маркетмейкеров и специалистов по определенной группе акций. Критериями ИРК станут облегченные требования листинга для эмитентов (сроки существования компании, структура собственности, объем капитализации) и дополнительные требования по защите инвесторов, прежде всего по информационной открытости. В структуру биржевого листинга будет введен специальный котировальный список «И» для компаний с капитализацией от 100 млн до 5 млрд руб.

Анна Трифонова, вице-президент НП «Фондовая биржа РТС», выступила с презентацией «*IPO* на российском рынке ценных бумаг». Отмечаются позитивные факторы российского рынка первичных предложений: рост количества *IPO*, сокращение иностранных эмитентов на внешних рынках, развитие практики привлечения большого объема денежных средств на внутреннем рынке, наличие изменений в правовой сфере, которые позволяют проводить *IPO* по международным стандартам. Сам термин *IPO* трактуется сейчас широко, и включает в себя 6 различных процедур размещения, в зависимости от того, происходит ли размещение дополнительного выпуска и других факторов. Российские компании освоили практически все схемы проведения предложений акций к продаже. По мнению докладчика, существуют неоспоримые преимущества проведения *IPO* в России.

«Листинг в России — оптимальный выбор для любой компании» — так называется презентация, с которой выступил **Джошуа Ларсон**, директор по стратегии инвестиционно-финансовой корпорации «Алемар». Эффективность листинга в России определяется тем, что процедура его организации и поддержания быстрее, дешевле и проще, чем на внешних рынках. Немаловажным фактором при размещении является время на его подготовку. В России оно составляет от 90 до 100 дней, на секции *AIM* Лондонской фондовой биржи размещение ГДР занимает от 225 до 265 дней.

Доклад юриста фирмы «Бейкер и Макензи» **Михаила Турецкого** «Раскрытие информации при *IPO* российского эмитента» обратил внимание участников форума на важность полноты и качества предоставляемой информации о компании. Ответственность за неполное раскрытие информации может нести эмитент, продающий акционер, андеррайтер, аудиторы, оценщики, внешние консультанты и биржа (агент по листингу). Основным документом для раскрытия информации при *IPO* выступает проспект эмиссии. Существуют различные виды проспектов для российского и международных рынков. Кроме раскрытия информации об эмитенте, проспект юридически является предложением ценных бумаг и маркетинговым документом.

Завершил конференцию **Борис Землянухин**, заместитель директора Центра страхования финансовых институтов ОАО «РОСНО». В докладе «Страхование ответственности директоров при *IPO*» был представлен новый вид страхования для российского фондового рынка: страхование ответственности директоров и органов управления компании *(D&O)*. Это инструмент защиты имущественных интересов директоров, должностных лиц на случай предъявления им претензий со стороны третьих лиц и самой компании, а также способ защиты имиджа. По такому полису может быть застрахована компания в отношении исков по ценным бумагам. При проведении *IPO* неверными действиями директоров могут быть ошибки, неточности в проспекте эмиссии, финансовой отчетности, неосторожные публичные заявления, несвоевременное изложение существенных фактов в деятельности компании. В 2005 г. в США акционеры стали источником 60% исков к директорам, а самая крупная страховая выплата составила 6 млрд долл. (компания *World Com*).

ЮРИДИЧЕСКИЕ УСЛУГИ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

Круглый стол на тему «Юридические услуги на рынке ценных бумаг» в рамках Федерального инвестиционного форума проводился впервые. Но, несмотря на это, он собрал свою аудиторию и получил невероятный успех, судя по количеству заданных вопросов, дискуссий и времени, которого оказалось слишком мало для такого объема неразрешенных ситуаций, выход из которых хотели слышать из уст профессионалов присутствующие на конференции. В рамках «круглого стола» представители юридического сообщества рассматривали вопросы, касающиеся проблемы судебной защиты прав акционеров, незаконного списания акций — одной из наиболее актуальных тем фондового рынка, а также другие проблемы рынка ценных бумаг с точки зрения законодательства.

Организаторами круглого стола выступили «Объединение корпоративных юристов» (ОКЮР) и журнал «Рынок ценных бумаг».

Роль ведущей была возложена на президента ОКЮР — **Александру Нестеренко**.

О «Практических аспектах приобретения крупного пакета акций открытого общества» рассказал **Сергей Войтишкин**, партнер международной юридической фирмы «Бейкер и Макензи». Он пояснил предусмотренные законом 4 механизма при приобретении пакетов: добровольное предложение, обязательное предложение, а также обязанность и право выкупить ценные бумаги ОАО лицом, которое приобрело более 95% акций ОАО, по требованию их владельцев. По его словам, Федеральный закон от 5 января 2006 № 7-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон "Об акционерных обществах"» очень противоречив и сложен, есть нестыковки с другими законами, что неизбежно повлечет за собой массу прецедентов и вопросов. Сергей Войтишкин сравнил ситуацию с тем, как *«строители, имеющие лицензию только для постройки трехэтажного дома, возвели небоскреб»*.

В своем выступлении «Реорганизация юридических лиц» **Сергей Баев**, старший юрист юридической фирмы «Линия права» подчеркнул, что *«существует ряд проблем при проведении реорганизационных мероприятий юридических лиц. Актуальными на сегодняшний день являются такие, как расхождение между нормативными документами и позицией высшего Арбитражного суда РФ; сделки, заключаемые в процессе реорганизации и необходимость их одобрения органами управления реорганизуемого общества в качестве крупных сделок (сделок с заинтересованностью); обязательное уведомление кредиторов и право кредиторов предъявить требования о досрочном прекращении или исполнении обязательств реорганизуемого общества, как препятствие на пути реорганизации»*. Наибольшую дискуссию среди присутствующих вызвал последний вопрос. В правовой сфере существует несколько проблем на этот счет. Во-первых, важно правильно определить круг кредиторов подлежащих обязательному уведомлению, выбор оптимальной формы и срока для предъявления требования о досрочном исполнении обязательств кредиторами. Нередко на практике огромное число кредиторов с малой долей акций не уведомляются о принятом решении реорганизации. С. Баев привел в пример уведомление кредиторов компании «МТС» и «Вымпелком» — через *sms,* посредством которой каждый получил соответствующую информацию.

Александр Чернышев, старший юрист корпоративной практики юридической фирмы «Вегас-Лекс» представил доклад «Оптимизация корпоративного управления». Очень часто речь заходит о том, что необходимо вносить какие-либо изменения в законодательство и требовать от эмитентов соблюдения обязательных норм корпоративного управления. *«Законодательного регулирования здесь не требуется*, — считает А. Чернышев, — *так как система корпоративного управления зависит прежде всего от необходимости эмитента».* Первым шагом по налаживанию системы корпоративного управления является отдаление собственников от управления компанией и создание совета директоров. Надлежащее раскрытие информации, отчетности перед акционером позволяет сглаживать негативные события, происходящие в компании, обусловливает повышение стоимости акций, тем самым акционер менее жестко реагирует на те или иные ситуации. Корпоративное управление для компании — это, по словам Александра Чернышова, *«культура ведения бизнеса, способствующая снижению затрат на привлечение капитала, повышению уровня управляемости, независимости от конкретных менеджеров и снижение риска персональной ответственности топ-менеджеров»*.

Старший юрист Международной юридической фирмы «Оррик» — **Ядвига Павлович** выступила с материалом «Проблемы судебной защиты права акционера на управление в акционерном обществе как права, вытекающего из права собственности на акцию». Данное право, по словам Я. Павлович, не может и не должно сводиться только лишь к праву на участие в общем собрании акционеров и голосовании по вопросам его повестки дня. Граждане и юридические лица, приобретая акции и осуществляя акт распоряжения своим имуществом, приобретают и определенные имущественные права требования к акционерному обществу — на участие в распределении прибыли, на получение части имущества в случае ликвидации общества и т. д.

Свои доклады и презентации в рамках «круглого стола» представили также:

Иван Хаменушко — партнер юридической фирмы «Пепеляев, Гольцблат и партнеры». Он пояснил два основных вопроса налогового аспекта рынка ценных бумаг: вопросы, связанные со спецификой налогообложения операций с ценными бумагами, а также с налоговыми аспектами операций с ценными бумагами на внешнем рынке и оценкой намерения сторон (налоговая выгода и деловая цель);

Вадим Белов, главный эксперт «Северсталь Групп», представил очень интересный доклад, связанный с одной из наболевших проблем акционеров, эмитентов и регистраторов: «Проблемы незаконного списания акций»;

Светлана Подколозина, юрист Коллегии адвокатов «Барщевский и партнеры», в продолжение выступления предыдущего докладчика рассказала о проблеме, изложенной в докладе «Истребования акций из чужого незаконного владения. Вопрос добросовестного приобретателя».

MIDCAP IDEAS 2007

Известно, что рынок акций «голубых фишек» имеет ограниченный потенциал. Рано или поздно для получения хорошей прибыли инвесторы должны обратить внимание на низколиквидные бумаги, которые имеют большой потенциал, увидеть эти будущие точки роста. В очередной раз журнал «Рынок ценных бумаг» провел конференцию, которая фокусировала внимание профучастников на развитии сектора рынка компаний малой и средней капитализации, или, как часто называют этот сегмент, «Акции "второго эшелона"». Ведущим конференции выступил **Павел Ким,** главный редактор журнала «Рынок ценных бумаг».

Прежде всего необходимо сказать, что журнал «Рынок ценных бумаг» провел собственное исследование сегмента акций «второго эшелона», по итогам которого на форуме были вручены награды компаниям — победителям в двух номинациях:

- «Лучшая компания на рынке *MidCap»* — ОАО «ЮТК»;

Игорь Авдонин

Денис Матафонов

- «Лучший профессиональный участник на рынке *MidCap*» — инвестиционная компания «Антанта Капитал».

Конференцию открыл **Денис Матафонов**, директор аналитического департамента «Антанты Капитал». В докладе «*Rising stars* российского фондового рынка» были точечно представлены четыре интересные и перспективные, по мнению выступающего, компании, возможно будущие звезды российского рынка. В качестве критериев при выборе таких компаний докладчик назвал потенциал роста не менее 100%, понятные драйверы роста, историю компании, возможность получения достаточной ликвидности и новую, «необъезженную» идею для рынка. Этим критериям отвечают компании: Ленгазспецстрой, Красноярская генерация, Вольскцемент, Московский экспериментальный завод ДСП и деталей. У каждой из этих компаний своя оригинальная инвестиционная идея, которая не связана с традиционным сырьевым сектором. Ряд потенциально интересных компаний, по мнению автора, остаются дешевыми из-за низкого *free float*.

Директор ООО «Стратегика» **Игорь Авдонин** выступил с презентацией «Особенности функционирования средних и малых компаний на рынке капитала». В докладе были рассмотрены важные проблемы источников финансирования компании по мере ее роста. Как известно, на старте своего пути компания финансируется по правилу 3*F*: *family*, *friends*, *fools*. По мере роста бизнеса финансовое сообщество предоставляет все больше инструментов для развития бизнеса, предъявляя при этом требование постоянного роста стоимости компании. Очень важно понять, что требуется рынку от конкретной фирмы. Для этого необходимо вовремя сменить бизнес-архитектуру, так как ее смена может принести больше ценности, чем попытки улучшить текущую бизнес-архитектуру. Для того чтобы выбрать оптимальную новую архитектуру, нужно провести анализ всех потенциально возможных архитектур по критериям создания стоимости и достижимости.

Конференцию продолжил **Игорь Ларионов**, начальник управления собственностью и корпоративными инвестициями ОАО «Нижнекамскнефтехим». Его доклад «Корпоративное управление — составляющая конкурентоспособности компании» — это взгляд представителя компании *MidCap* на проблемы и возможности сектора. Компания позиционирует себя как крупнейший в России комплекс нефтехимических производств и лидер на отечественном рынке синтетических каучуков и продуктов нефтехимии. У компании есть хорошие перспективы, которые связаны с ростом рынков каучука и пластика, появлением новых продуктов с более высокой добавленной стоимостью. К проблемам развития следует отнести рост цен на сырье для производства, газ, нефть, а также низкий *free float* акций компании. В будущем компания планирует провести допэмиссию чтобы повысить ликвидность своих акций. В целом отмечается важность мероприятий по корпоративному управлению, которые недавно провела компания.

Наталья Мандрова, президент агентства инвестиционных телекоммуникаций *Primum Mobile*, выступила с докладом «Актуальные задачи повышения инвестиционной привлекательности компаний средней капитализации, планирующих выход на рынки капитала». В современном финансовом сообществе важно адекватно донести информацию о компании потенциальным инвесторам. В презентации ставятся коммуникационные задачи по повышению инвестиционной привлекательности бизнеса. Эффективные коммуникации способны значительно повлиять на оценку стоимости компании.

Завершил конференцию **Павел Парфенов**, директор по маркетингу Центра корпоративного развития Ассоциации независимых директоров, который выступил с докладом «Корпоративное управление как средство повышения капитализации средних компаний». Целями использования корпоративного управления в компании может быть формальное соответствие, защита прав акционеров или повышение эффективности деятельности. Именно последнее делает внедрение процедур корпоративного управления осмысленным. В центре внимания корпоративного управления находится собственник, а не компания. Развитие бизнеса — это прежде всего качественное изменение, оно направлено на непрерывное расширение возможностей бизнеса и их использование, соответствует видению и целям собственников. Принципы корпоративного управления нужны, чтобы обеспечить преемственность бизнеса. По мнению докладчика, сегодня средний бизнес России находится на распутье, потому что он сиротский по своей сути. Большинство владельцев российских компаний не принимали и не передавали по наследству свой бизнес, и скоро им нужно будет определиться с тем, в каком направлении развиваться дальше.

Участники конференции

ИНФРАСТРУКТУРА РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Очередная профессиональная конференция «Инфраструктура рынка ценных бумаг» состоялась 30 ноября 2006 г. в Москве. Соорганизаторами конференции выступили «Профессиональная ассоциация регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев» (ПАРТАД) и журнал «Рынок ценных бумаг». В конференции приняли участие более 150 представителей рынка, эмитентов и инвесторов, а также регулирующих органов и саморегулируемых организаций. В рамках данной конференции были подведены итоги анкетирования участников рынка относительно их отношения к законопроекту «О Центральном депозитарий». По мнению большинства участников конференции, принятие закона «О Центральном депозитарии» не является чем-то крайне необходимым для развития инфраструктуры рынка ценных бумаг. С их точки зрения, Центральный депозитарий России может иметь положительный эффект в том случае, если он станет единым расчетным депозитарием биржевого рынка ценных бумаг в России, не разрушая действующую, стабильно работающую инфраструктуру. Новые возможности и альтернативные виды бизнесов для учетных институтов после принятия закона «О Центральном депозитарии» были рассмотрены в выступлении **Степана Томляновича**, директора Депозитария АКБ «РОСБАНК», «Кастодианы как ключевой элемент фондовой инфраструктуры: возможные бизнес-модели и перспективы развития».

Помимо традиционной уже дискуссии о ЦД, на конференции было проведено активное обсуждение проекта нового положения о ведении реестра как основного документа, регулирующего деятельность регистраторов. **Е. Рязанова**, юрисконсульт НАУФОР, в своем выступлении подчеркнула, что существующий в настоящее время документ не в полной мере отражает рыночные реалии, а в некоторых вопросах и тормозит развитие учетной системы.

Участники конференции обсудили, какие изменения в Положение о ведение реестра владельцев именных ценных бумаг, утвержденного Постановлением ФКЦБ № 27 9 лет назад, должны быть внесены. По мнению профсообщества, помимо исправления «операционных» недостатков, которые есть в действующей редакции постановления, «новое 27-ое» должно соответствовать современным рыночным тенденциям. Как считает **Максим Мурашов**, председатель комитета стандартизации и технологического развития ПАРТАД, некоторые новации проекта положения, такие как отмена счета залогодержателя, носят спорный характер. В то же время в новой редакции четче отражены вопросы взаимодействия регистратора с зарегистрированными лицами и эмитентами, в том числе с использованием системы электронного документооборота. Существует также необходимость определения и разграничения зон ответственности регистратора и эмитента при ведении реестра.

В секции «Спецдепозитарии в инфраструктуре рынка ценных бумаг и проблемы спецдепозитарного контроля на рынке коллективных инвестиций» выступила **Татьяна Есаулкова**, генеральный директор СДК «Гарант». Она рассказала об основных результатах работы спецдепозитариев в 2006 г. Рост этого сегмента рынка за 9 мес. составил почти 60%, а стоимость чистых активов паевых фондов достигла 13 млрд долл. При этом конкуренция на рынке спецдепозитарных услуг тоже увеличивается, хотя из 57 спецдепозитариев, которые работают на рынке коллективных инвестиций, на долю ТОП-10 приходится более 90% рынка. **Инна Горячева,** возглавляющая комитет ПАРТАД по контролю за коллективными инвестициями, полагает, что подготовленные им Методические рекомендации по составлению регламента специализированного депозитария помогут участникам рынка в работе.

Одной из проблем, которая остается актуальной для этого сегмента инфраструктуры и в 2007 г., являются высокие издержки по обслуживанию таких государственных проектов, как пенсионная реформа и накопительно-ипотечная система жилищного обеспечения военнослужащих. По мнению Т. Есаулковой и А. Гордона (вице-президент, управляющий директор ВТБ), необходимо принять соответствующие изменения в законодательство, которые позволят относить расходы спецдепозитария по оплате услуг расчетных депозитариев к необходимым расходам с последующим их возмещением управляющими компаниями.

В секции «Рынок регистраторских услуг» наибольший интерес со стороны участников конференции вызвали выступления **Людмилы Мироновой**, заместителя генерального директора «Регистратор Р.О.С.Т.», **Валентина Афанасьева**, члена правления ЦМД на тему «Взгляд на взаимодействие эмитента с инфраструктурой фондового рынка в условиях развития экономической ситуации в стране», а также **Алексея Жинкина**, заместителя генерального директора «Регистратор НИКОЙЛ» с докладом «Риски инфраструктуры: истинные и мнимые».

Степан Томлянович

Традиционно на конференциях по вопросам развития инфраструктуры РЦБ выступают представители страхового сообщества. В этот раз **Дмитрий Чугунов**, руководитель проекта Центра страхования ответственности РОСНО, рассказал о новом страховом продукте и сделал его презентацию в своем выступлении «Страхование рисков электронного документооборота».

ЕЖЕГОДНЫЙ ФОРУМ ИНВЕСТИЦИОННЫХ АНАЛИТИКОВ

Соорганизаторами форума стали Гильдия инвестиционных и финансовых аналитиков (ГИФА) и журнал «Рынок ценных бумаг». Вел форум исполнительный директор ГИФА **Иван Осколков**.

Перед началом выступлений участников **Алексей Саватюгин**, директор департамента финансовой политики Минфина РФ и член Правления ГИФА, вручил дипломы трем новым обладателям квалификации «Сертифицированный международный инвестиционный аналитик *(CIIA)*. Ими стали Максим Григоренко, Виген Минасян, Эдуард Матвеев. Четвертый дипломант — Галина Ефремова — не смогла принять участие в торжественной церемонии.

Открыл «круглый стол» директор национального института конкурентоспособности **Юрий Рябченюк** докладом «Стратегии развития регионов как условие повышения стоимости регионального бизнеса». Особое внимание было уделено кластерам, как инструментам повышения конкурентоспособности региона и инструментам государственно-частного партнерства. Примером микрокластера, по мне-

Алексей Саватюгин

нию Ю. Рябченюка, может быть улица Покровка в Москве, ставшая за последние 2 года особым местом, где компаниям выгодно открывать рестораны и кафе. У всех этих предприятий общественного питания общие проблемы с экологией, транспортной доступностью, поставкой продуктов. *«Если появится инициатор, который предложит владельцам сделать это место в Москве самым лучшим островком общепита, и если владельцы смогут договориться о кооперации, то можно говорить о реальном микрокластере»*, — пояснил он. Стратегия, направленная на повышение конкурентоспособности региона, предполагает необходимость роста производительности труда регионального бизнеса, что одновременно ставит вопрос о занятости. Противоречия между этими двумя категориями снимает кластерный подход.

Текущим макроэкономическим тенденциям и инвестиционной привлекательности отраслей российской экономики посвятил свой доклад **Иван Осколков**. Особое внимание было уделено анализу фундаментальных драйверов стоимости, которые оправдывают столь высокие цены на российские акции. Как заметил И. Осколков, сегодня фактическая доходность инвестированного капитала в большинстве отраслей не является чрезвычайно высокой. Это означает, что в цены акций уже включены ожидания роста соответствующих бизнесов или компании просто переоценены.

О проектах *Macquarie Group of Companies* в области недвижимости, жилищно-коммунальной и транспортной инфраструктуры рассказал представитель компании **Сергей Баев**. Говоря о развитии девелопмента, он отметил, что сегодня необходимо заниматься градопланированием, по сути, производить микрорайоны, которые являются прогнозируемыми как по составу проживающих в них потребителей, так и по стоимости услуг ЖКХ. *«Сбалансированные портфели недвижимости сейчас являются очень интересными. Они могут быть интересны, в том числе, тем финансовым институтам, которые представляют пенсионную систему»*, — подчеркнул Сергей Баев.

Развитию индустрии паевых инвестиционных фондов посвятил свой доклад главный управляющий директор УК «Альфа-Капитал» **Валерий Петров**. Сегодня отрасль коллективного инвестирования не только стала заметной частью финансового рынка страны, но и все больше начала приобретать социальное значение, как инструмент, позволяющий уберечь сбережения от инфляции. Динамичный рост управляющих компаний с 28 в 1999 г. до почти 300 в 2006 г. говорит о том, что интерес к отрасли очень высок. *«Однако благоприятная статистика заставляет задуматься: хватит ли на всех УК активов? Если посмотреть на развитые страны, то мы увидим, что основные средства, которые аккумулируют фонды, поступают от институциональных инвесторов. Этот механизм в нашей стране так и не начал работать. В России только 36 долл. приходится на душу населения по отношению к активам НПФ и 28 долл. по отношению к активам инвестиционных фондов. Например, в Венгрии эти цифры составляют 1000 и 600 долл. соответственно»*, — подчеркнул В. Петров.

Об *IPO* российских банков рассказала аналитик «ЦентринвестГрупп» **Полина Лазич**. Сегодня мировой банковский сектор является самым капитализированным сектором в мире. Из 500 крупнейших мировых компаний, по версии *The Financial Times,* 1/5 часть занимают банки. Их общая стоимость составляет 4 трлн долл., тогда как капитализация компаний отрасли нефти и газа составляет около 2 трлн долл. Сегодня на российском фондовом рынке капитализация 6 банков равна 64 млрд долл., что составляет 8% суммарной капитализации. П. Лазич подчеркнула, что сегодня остро ощущается дефицит ликвидных банковских акций. Для полноценного обслуживания экономики совокупный капитал банковской системы, который составляет 45% ВВП, должен быть в 2 раза больше — 80% ВВП. П. Лазич выразила надежду, что новые законопроекты о порядке и условиях включения субординированных кредитов в состав источников собственных средств кредитной организации, а также законопроект, уравнивающий права резидентов и нерезидентов при покупке пакетов акций кредитных организаций, приведут к росту капитализации на 25% и упрощению процедуры формирования капиталов банков за счет средств нерезидентов.

С актуальными докладами и интересными презентациями на Форуме аналитиков также выступили:

Юрий Игнатишин, управляющий директор *Mergers.ru* (доклад «Анализ рынков слияний и поглощений и *IPO*»);

Юрий Рябченюк

Станислав Свиридов, руководитель группы анализа рынка акций Банка «СОЮЗ» (доклад «Инвестиционный потенциал российской энергетики — итоги *IPO* ОГК-5»)»;

Дмитрий Уголков, ИК «ЦентрИнвест Секьюритис» (доклад «Особенности оценки акций “второго эшелона”»);

Денис Демин, аналитик ИК «Энергокапитал» (доклад «Энергетическое машиностроение: тенденции и общие прогнозы развития»);

Виталий Окулов, консультант *Advanced Research* (доклад «Рыночные риски «телекомов»: *event-study analysis*»);

Олег Лосик, заместитель начальника Инвестиционного управления ИК «Велес Капитал» (доклад «Специфика слияний и поглощений в банковском секторе. Интерес иностранных инвесторов к российским банкам»);

Андрей Рожков, ИК «ЦентрИнвест Секьюритис» (доклад «Акции строительных компаний: итоги роста и перспективы»). ■

Материалы III Федерального инвестиционного форума находятся на сайте www.rcb.ru/fif2006/.