

брокер

www.kommersant.ru

Среда 30 ноября 2005 №225 (№3309 с момента возобновления издания)

Решение о реформировании российской энергетики было принято еще в 2000 году. Сейчас реформа идет полным ходом, и на фондовом рынке уже появилась первая выделенная ОГК. За это время акции региональных АО-энерго стали любимым инструментом российских и западных спекулянтов.

Энергия перемен

ШОПИНГ

Долгая дорога
В ходе реформирования РАО «ЕЭС России» и материнская компания, и вертикально интегрированные дочерние общества разделяются по видам деятельности. Затем выделяемые активы группируются по горизонтальному принципу, то есть отдельно для каждого вида деятельности.

В результате на рынке появятся следующие компании. На базе магистральных сетей, принадлежащих АО-энерго, формируется единая Межрегиональная магистральная сетевая компания (ММСК), в которой миноритарным акционерам АО-энерго и РАО ЕЭС будут принадлежать доли, соответствующие их долям в АО-энерго. Принадлежавшие АО-энерго распределительные сети будут объединены в пять межрегиональных распределительных сетевых компаний. Крупные электростанции объединяются в оптовые генерирующие компании (шесть тепловых и одна ГидроОГК). Сначала ОГК создаются в виде холдингов, в которые электростанции входят как дочерние компании. Затем планируется переход на единую акцию. На базе 73 АО-энерго будет образовано 14 территориальных генерирующих компаний (ТГК).

Часть сбытовых компаний, выделяемых из АО-энерго, получает статус гарантирующих поставщиков, деятельность которых регулируется государством. Для энергосистем на Дальнем Востоке принят особый вариант реформирования. Он подразумевает слияние вертикально интегрированных компаний «Хабаровскэнерго», ЗАО ЛутЭК, «Амурэнерго», «Южное Якутскэнерго» и «Дальэнерго» в вновь создаваемую Дальневосточную энергетическую компанию (ДВЭК). Все генерирующие активы и тепловые сети и распределительные электросети ДВЭК будут переданы в два стопроцентных дочерних общества. Таким образом, ДВЭК останется вертикально интегрированной компанией, а принадлежавшие АО-энерго магистральные сети войдут в состав ММСК по обычной схеме.

В результате выделения из РАО «ЕЭС России» всех струк-

тур, предусмотренных концепцией реформы, на ее месте останется холдинг, владеющий пакетами акций гарантирующих поставщиков, ряда изолированных АО-энерго, которые сохранятся как вертикально интегрированные компании, прочих непрофильных активов и сервисных активов. Доля холдинга в перечисленных активах составит 49-100%, а сам холдинг будет на 52% контролироваться государством.

Для инвесторов в этой схеме больше вопросов, чем ответов. Для начала отметим, что окончания либерализации рынка электроэнергетики ранее 2009 года эксперты не ожидают, объясняя это политическими аспектами процесса. А это достаточно долгий временной горизонт для инвестиций.

Сильных и слабых сторон в российской энергетике тоже предостаточно. «К сильным сторонам сектора можно отнести значительные активы с длительным сроком эксплуатации», — отмечает аналитик ОФГ Дерек Уивинг. — Кроме того, активы РАО ЕЭС сильно недооценены по сравнению с энергетическими компаниями других стран. К слабым сторонам можно отнести десять лет недостаточных инвестиций в техобслуживание и ремонт, многолетнюю практику установления тарифов, в особенности для населения, на уровне ниже себестоимости, а также то, что правительство может не захотеть распределить стоимость, созданную в ходе реформы, среди миноритарных акционеров».

Так что конечный результат и дальнейшая судьба активов самостоятельных компаний под большим вопросом. «В лучшем случае», — говорит аналитик «Ренессанс Капитал» Александр Бурганский, — рынок электроэнергетики и мощностей будет полностью либерализован в 2009 году. Этот сценарий предполагает, что и новые, и существующие генерации смогут участвовать без каких-либо ограничений в рыночных платежных схемах и что эти схемы не будут различаться для создаваемых и существующих мощностей. При этом цена электричества составит \$29 за 1 МВт, что на 66% вы-



Покупателям бумаг РАО «ЕЭС России» скоро придется уступить дорогу инвесторам, подбирающимся к энергетическим активам обходным путем. ФОТО ГРИГОРИЯ ТАМБЕЛОВА

ше, чем текущий уровень — \$17 за 1 МВт. В худшем случае рынок мощностей де-факто останется регулируемым. Тогда государство должно будет обеспечить механизм субсидий для создания новых мощностей

на манер механизма гарантированных инвестиций, который существует сейчас. В этом случае цена электроэнергии повысится на 20% — до \$21 за 1 МВт. В качестве базового сценария для оценок мы берем

средневзвешенный вариант с 30-процентной вероятностью первого сценария и 70-процентной вероятностью второго. Несмотря на то что оценка стоимости предприятий, большинство из которых еще не

создано, с таким потенциальным разбросом будущих цен на продукцию — дело сложное, многие компании предлагают подобные инвестиционные идеи клиентам. И инвесторы уже активно торгуют энергетическими акциями.

Входной маневр

На данный момент инвесторы входят в ОГК и ТГК посредством покупки региональных АО-энерго. Впоследствии акционеры получают пропорциональные доли в выделяемых ГЭС, ГРЭС, сетевых компаниях и т. д. А уже потом эти акции будут конвертированы во вновь создаваемые ОГК. Спекуляции на рынке акций АО-энерго ведутся активные, котировки все время скачут. Заявления чиновников, объявления коэффициентов обмена и различные нововведения в планах реформирования обеспечивают спекулянтам хорошие заработки. Время от времени на сцену выходят стратегические инвесторы, которые являются владельцами близлежащих крупных промышленных предприятий и, мягко говоря, не желают терять контроль над электростанциями, обеспечивающими жизнедеятельность их заводов. Это тоже не добавляет рынку спокойствия.

Понятно, что в такой ситуации, если вы не активный спекулянт, всегда готовый расстаться с подобным активом, и не стратегический инвестор, которому, кроме контроля над предприятием, ничего не нужно, можно крупно проиграть. Рыночная капитализация пакета акций ГРЭС, ГЭС и все остальное, что инвесторы достали в наследство от раздела АО-энерго, запросто может оказаться меньше, чем капитализация пакета АО-энерго, которым он владел ранее. Не спасают даже приличные дивиденды, которые выдают акционерам в выделенных компаниях.

Аналитики оценивают акции АО-энерго очень по-разному. Сравним их оценки справедливой стоимости акций компаний. По мнению аналитиков ИК «Финам», из ряда энергетических компаний надо бежать сломя голову:

«Справедливая стоимость акций „Архэнерго“ составляет \$0,0141, „Ярэнерго“ — \$2,2102, „Томскэнерго“ — \$0,0108, „Ленэнерго“ — \$0,2478, „Красноярскэнерго“ — \$0,2027». Согласно этим оценкам, потенциал падевших отдельных вышперечисленных акций на сегодняшний день достигает 80%. Аналитики «Тройки Диалог» оценивают эти же акции совершенно по-другому: «Справедливая оценка акций „Архэнерго“ — \$0,051, „Ярэнерго“ — \$4,03, „Томскэнерго“ — \$0,021, „Ленэнерго“ — \$0,66, „Красноярскэнерго“ — \$0,55». Правда, и в этом случае оказывается, что некоторые акции переоценены рынком, но картина все-таки меняется, и иногда — на противоположную, то есть на рекомендацию на активную покупку. Каким умным людям верить и на чьи оценки полагаться, конечно, личное дело инвестора. Только, во-первых, инвесторы, судя по котировкам, слушают кого-то третьего, а во-вторых, у государственных чиновников и независимых оценщиков при расчете коэффициентов обмена появляется и свое мнение.

Поэтому многие инвесторы предпочитают покупать акции уже выделенных из АО-энерго активов. Но и тут есть подводные камни. Во-первых, этих активов не так уж много. «На сегодняшний день возможностей вхождения в другие ОГК (кроме ОГК-3) через скупку акций ГРЭС практически нет», — напоминает аналитик Банка Москвы. — К тому же до сих пор не определены коэффициенты конвертации для ГРЭС, которые войдут в эти ОГК. Ведь ожидать, что коэффициент обмена акций ГРЭС на акции ОГК будет рассчитан исходя из отношения установленной мощности ГРЭС к суммарной установленной мощности ОГК, не совсем правильно: помимо мощностей при определении коэффициентов конвертации независимые оценщики обязательно учитывают эффективность, износ и техническое оснащение станций. Неопределенность с коэффициентами конвертации, безусловно, должна настораживать инвесторов».

(Окончание на стр. 30)

страница **26**

Что ждуть от российских рынков акций и облигаций нынешней зимой

страница **27**

Сколько стоит хорошая кредитная история

страница **28**

Все брокеры России

страница **29**

Какие законы пишут для инвесторов

страница **31**

Главные мелочи брокерского обслуживания

страница **32**

Как заработать на автомате

страница **32**

Астрологический прогноз финансовых рынков на декабрь 2005 — февраль 2006

«Мы хотим идеологически разделить клиентов»

проект

В ноябре Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР) ввела новые требования к маржинальной торговле. Максимальный размер кредитного плеча, предоставляемого брокером клиенту, увеличен в три раза — до соотношения 1:3. Но воспользоваться такими условиями смогут лишь те инвесторы, которые будут признаны «квалифицированными». При этом одновременно надзор за деятельностью самих брокеров будет ужесточен, а форма их договоров с клиентами — унифицирована. О подробностях предстоящих нововведений корреспонденту «Ъ» ПЕТРУ РУШАЙЛО рассказал заместитель руководителя ФСФР ВЛАДИСЛАВ СТРЕЛЬЦОВ.



ента, если рынок вдруг резко пойдет вверх или вниз. Кроме того, практика показывает, что такой подход работает. Данное ограничение хоть и немного более жесткое, но близкое к ограничениям, существующим сейчас на срочном рынке. — А разве подобные ограничения есть на срочном рынке? — Там работает система залогов. Размер залога в среднем 10-20% от объема операций. Получается нечет типа плеча 1:5-1:6. При истощении сформированного гарантийного фонда мы можем приостановить торги. — Срочный рынок смотрится привлекательнее с точки зрения «конкуренции плеч». — Мы не хотим делать конкурирующие рынки. Понятно, что степень риска зависит от многих факторов: капитализации брокерской компании, правил торговли, системы залогов. В данном случае мы рассматриваем один сегмент рынка — маржинальную торговлю. Если брать обычный спот-ры-

нок акций — там риск фактически сводится к операционному. При маржинальной торговле появляются еще и кредитные риски, с которыми надо уметь работать. Профессиональная работа на срочном рынке подразумевает организацию биржевой торговли, централизованный клиринг, создание расчетных комплексов... В секторе маржинальной торговли всего этого не требуется — достаточно правил работы для брокера. Вот мы их и описали. И эти правила, на наш взгляд, достаточно современные.

При этом мы попытались еще убрать и возможность для недобросовестной конкуренции. Понятно, что есть законопослушные брокеры, которые выполняли даже достаточно стеснительные нормативы по размеру маржинального плеча не выше 1:1, но при этом они оказывались неконкурентоспособными с точки зрения представления услуг для клиентов. Теперь мы не считаем, что условия маржинального кредитования стеснительны, и будем всячески ужесточать контроль над соблюдением данного норматива. Мы знаем, что есть на рынке и такие фирмы, которые дают клиентам плечо 1:10-1:12. — Не знаю, как 1:12, но, скажем, 1:7 сейчас стандартные условия, их многие предлагают. — Да. Но это происходит в «серой» зоне — и где свои риски брокеры оценивают самостоятельно. Мы сузим эту «серую» зону, поскольку считаем, что плечо 1:3 позволяет зарабатывать. Это не значит, что данное соотношение — некий предел.

Когда будет другая ситуация на рынке или будут введены другие требования, обеспечивающие надежность брокеров, — организация какого-либо страхового фонда, требования к достаточности капитала или что-то еще, мы можем это плечо увеличить. Понятно, что брокер должен зарабатывать на подобных операциях, и мы хотим расширить возможности брокерских компаний с точки зрения предоставления услуг клиентам. Но с другой стороны, мы обязаны обезопасить клиентов.

— Но клиентов никто не заставляет рисковать? — Клиенты приходят разные. Поэтому мы пытаемся ввести новое понятие — «инвестор с повышенным уровнем риска», или «квалифицированный инвестор». Оно может быть юридически описано по-разному, но общий смысл следующий. Мы хотим идеологически разделить клиентов брокерских компаний на две группы. Есть инвестор, который просто хочет вложить деньги, он не хочет рисковать, он не обладает достаточной финансовой грамотностью, он надеется заработать небольшую прибыль на своих вложенных деньгах. И для такого инвестора, конечно, должна быть жесткая система координат в брокерской компании, которая и позволяет вводить эти деньги в рискованную зону. Таким инвестором будут доступны сделки на спот-рынке и маржинальная торговля с плечом 1:1.

Но, с другой стороны, на финансовом рынке есть и другие, квалифицированные инвесто-

ры. У них есть опыт работы, знания, они понимают, что они играют за счет своих денег, своей капитализации и могут проиграть. Если они знают, что делают, и не будут иметь претензий в случае проигрыша — почему мы должны им запрещать? Таким инвесторам мы разрешаем торговать с плечом 1:3. Мы ввели для них специальные требования — иметь опыт работы на рынке не менее полугода, не менее трех месяцев пользоваться услугой маржинальной торговли с максимальным плечом 1:1 и управлять суммой не менее 600 тыс. рублей.

— Что такое опыт работы на рынке? Клиенты различных фондов и управляющих компаний имеют такой опыт? — Нет. Нужен опыт работы на рынке ценных бумаг через профессионального участника, предоставляющего брокерские услуги. — Вы говорили об ужесточении надзора. Будут ли предусмотрены какие-то меры для повышения надежности брокеров типа норматива, регулирующего объем выданных маржинальных кредитов по отношению к капитализации компании? — Сейчас существуют нормативы (R1 и R2), но они фактически не работают, так как брокеры легко заключают договор на открытие кредитной линии на значительную сумму, которая в конечном итоге никогда брокером не будет истребована. Есть идея сделать эти показатели более значимыми.

(Окончание на стр. 29)

Заем с гарантией

рынок облигаций

Текущая рыночная конъюнктура благоприятна для потенциальных эмитентов третьего эшелона — и занимать им сейчас не так дорого, и инвесторы благосклонно относятся к их кредитному качеству при привлекательной доходности бумаг. Однако дорога на публичный рынок не для всех эмитентов усыпана розами. Некоторым из них требуется не только помощь организатора займа, но и поручительство сторонних лиц или материнского капитала. Во что обходится подобное поручительство, попытались выяснить корреспонденту «Ъ» «Брокера» ЮЛИЯ ЧАЙКИНА.

Поручительства, выдаваемые сторонними организациями эмитентам долгового рынка, условно можно разделить на две группы. Первая — это так называемые поручительства за деньги, которые эмитент покупает у крупной финансовой или промышленной организации. По словам участников рынка, стоимость таких поручительств может быть разной и зависит не только от кредитного качества эмитента, но и от личных договоренностей между ответственными лицами компаний. Если стандартная банковская гарантия юридического лицу составляет 1,5% от объема поручительства, то стоимость гарантии для выпуска облигационного займа обходится в 3-5% от объема займа или того дороже — в несколько процентов годовых на весь срок обращения облигаций. Так, ИБГ «НИКойл» выступила гарантом по двум выпускам продуктовой компании «Сальмон Интернешнл», а Промсвязьбанк — по облигациям Волжского абразивного завода, маши-

ностроительного предприятия «Криогенмаш» и Краснопресненского сахарорафинадного завода. «В любом случае для банка названные эмитенты являются давними клиентами с хорошей кредитной историей», — поясняет начальник отдела структурированных проектов Промсвязьбанка Наталья Шабанова. — Но, как правило, такие выпуски размещаются небольшими объемами».

Начальник отдела анализа рынка облигаций МДМ-банка Артур Аракелян считает, что гарантии третьих лиц многим эмитентам открывают дорогу на публичный рынок: «Есть такие имена и такие отрасли промышленности, которым трудно самостоятельно выйти на рынок. Гарантии за деньги нужны молодым компаниям, в перспективе которых пока верят не все участники рынка». В качестве примера Артур Аракелян привел облигационные выпуски банка «Русский стандарт»: первый рублевый заем «Русского стандарта» получил 60-процентную гарантию Международной финансовой корпорации и был размещен в ноябре 2001 года на сумму 500 млн руб. Дебютные еврооблигации эмитента размещались с большим трудом в сентябре 2003 года на сумму всего \$30 млн сроком на полгода. Организатору займа пришлось потратить много сил и времени на промоушен эмитента, который тогда только искал свою нишу на рынке потребительского кредитования России. В настоящее время «Русский стандарт» разместил уже пятый облигационный заем в рублях, и спрос на его долги на аукционе превалил предложение почти вдвое.

Кроме того, эмитент имеет три выпуска еврооблигаций на сумму по \$300 млн каждый. Наталья Шабанова такие поручительства называет PR-акцией и считает их спорными, так как риск-менеджеру сложно правильно оценить риски по стороне гарантии, а иногда и просто невозможно. Она признает, что услуги по предоставлению платного поручительства идут на спад: «На сегодняшний день выгодно размещать крупные по объему облигационные займы. Минимально возможные к размещению объемы растут, а банкам тяжело поручаться за крупные займы. Серьезные обязательства дают головные компании для своих «дочек»».

Таким образом, на первый план выходит второй тип поручительств — те, которые выдают материнские компании своим дочерним структурам. Часто таким образом поступают головные компании крупных промышленных групп, чтобы «разбить» таким образом собственный кредитный портфель. Такие долги инвесторы оценивают в рамках всей группы компаний или финансовой группы. Выгода по таким поручительствам взаимная. Материнская компания не обременяет себя прямым долгом и получает дочерней структуре транзитивную кредитную историю. Пример подобного рода займов — облигация оператора сотовой связи «Байкалвестком» под гарантию «Сибирьтелеком». А Европейская подшипниковая корпорация, наоборот, поручителями по займу сделала собственных «дочек» — завод «Московский подшипник» и Торговый дом ЕПТК. (Окончание на стр. 30)