



# В режиме поиска

## **В Москве прошла ежегодная конференция НАУФОР «Российский фондовый рынок 2010: новые стимулы для развития»**

Жизнь показала, что повестка работы конференции НАУФОР (мероприятие традиционно проводится при поддержке ММВБ и Фондовой биржи РТС) дает адекватный срез проблем, стоящих перед российским инвестиционным сообществом, как минимум, в краткосрочной перспективе.

### **Сессия 1. «Мир в поисках новой модели регулирования. Российский финансовый рынок в посткризисном пространстве»**

Работа конференции началась с выступления генерального секретаря IOSCO Грега Танзера. Сейчас мировой рынок капитала выходит из кризиса, — сказал г-н Танзер. В это непростое время IOSCO фокусирует свою работу на целях, которые принципиально важны для развития всех рынков ценных бумаг. Мир после кризиса сильно изменился, — отметил г-н Танзер. Надо добиваться того,

чтобы регулирование соответствовало новому состоянию рынков. И далее стал последовательно развивать эту тему. (Интервью с г-ном Танзером читайте на стр. 15.)

Модератор дискуссии, председатель Совета директоров МДМ-банка Олег Вьюгин отметил, что г-н Танзер поставил в своем выступлении несколько важных вопросов: отчетность по коротким продажам; регулирование хедж-фондов; увеличение прозрачности операций с деривативами (в том числе через биржевой клиринг). Следует ли участникам российского рынка также думать о решении

названных проблем? Кроме того, добавил г-н Вьюгин, важно, чтобы Россия присоединилась к Меморандуму IOSCO, поскольку это ведет к признанию российского рынка регулируемым.

Руководитель ФСФР России Владимир Миловидов начал выступление с констатации некоторых фактов. Проблемы, которые назвал г-н Танзер, — сказал глава Федеральной службы, — действительно важны для развития финансового рынка. И принципиальный момент состоит в том, что все эти проблемы — и короткие продажи, и клиринг, и секьюритизация — служба уже решает. Работа уже идет, во всех этих вопросах ФСФР движется практически параллельно IOSCO.

С необходимостью регулировать короткие продажи российский регулятор столкнулся уже в первые дни кризиса. С тех пор введено регулирование коротких продаж, следует подумать разве что об оперативном мониторинге «шортов».

ФСФР проделала значительный объем работ и в других направлениях, в частности, много работала над изменением законодательства. Вступили в силу законы, меняющие регулирование рынка деривативов и соответствующее налогообложение; готовится ко второму чтению закон о клиринге. Это весьма продвинутые законы, они способствуют появлению на отечественном рынке механизма централизованного клиринга, — продолжил г-н Миловидов. В Государственную думу в настоящее время внесен также законопроект, регулирующий процедуры секьюритизации; а также закон о биржах, весьма актуальный в свете недавних сбоев на американских биржах. Глава американской Комиссии по фондовому рынку г-жа Шапиро, комментируя эти события, сообщила, что единой причины для сбоев не было: просто специфика бирж наложилась на специфику регулирования. Но в результате индекс Доу-Джонса упал

на большие значения. На российских биржах часть таких проблем не может возникнуть в принципе, — отметил г-н Миловидов.

В связи со всеми этими моментами, продолжил он, возникает важный вопрос: усиливая регулирование, не посылаем ли мы тем самым инвестору сигнал о том, что на рынке все безопасно? Ведь это неверный сигнал. В США принцип «наилучшего исполнения сделок» дал сбой. Следует ли вводить его на российском рынке?

В общем, — подытожил г-н Миловидов, регулирование российского фондового рынка сейчас не догоняет международное, а идет параллельно. Наш рынок уже интегрировался в мировой, поэтому важной задачей становится взаимодействие регуляторов. Наши стратегические партнеры — регуляторы Индии, Китая, Бразилии, Франции, Германии. ФСФР хотела бы также наладить более тесные контакты с регуляторами США и Англии. Это не противоречит цели присоединения к Меморандуму IOSCO. Но для России важно, кроме того, участвовать в выработке идеологии регулирования.

Присоединиться к Меморандуму нам мешает единственная причина — до сих пор не принят закон об инсайде, который обсуждается уже 10 лет.

Россия должна заявить о себе как о глобальном финансовом рынке. Президент РФ дал поручение продумать план присоединения к Меморандуму. Вынесение вопроса на высший уровень — это осмысленная государственная позиция. Для того чтобы занять место на глобальном рынке, российский рынок должен стать на порядок лучше. Это веление времени, — закончил г-н Миловидов.

После этого выступления г-н Вьюгин заметил, что чрезвычайно уместно было бы обсудить, когда же появится закон об инсайде. Этот вопрос он адресовал присутствовавшим парламентариям.





Готов протянуть руку Владимиру Дмитриевичу [Миловидову], — немедленно отреагировал на реплику модератора председатель комитета Госдумы по собственности **Виктор Плескачевский**, — закон об инсайте очень нужен. Но из того законопроекта, который был представлен парламенту, следует убрать статью об уголовной ответственности, ограничившись ответственностью административной. Поскольку, если пользоваться нормами того законопроекта, который подготовлен, то можно подвергнуть уголовному преследованию любого гражданина РФ.

Мы знаем, каково подобное правоприменение в других странах: практика очень сложная. Введение понятия инсайдерской деятельности очень опасно для обычных гражданско-правовых отношений.

Любое регулирование, — заметил г-н Плескачевский, — является очень сложной композицией конфликтующих интересов. Противоречия разрешаются за счет коллегиальности. На ФСФР может лечь (в связи с появлением закона об инсайте) громадная ответственность. Есть риск, что эта ответственность окажется избыточной.

Достаточность регулирования — предмет очень тонкий. Скажем, в Канаде регулятор установил для участников рынка требования к структуре активов: сколько плохих активов должно быть против хороших. Соотношение было установлено на правильном уровне (не выше 5%), поэтому рыночная система выдержала наличие токсичных активов. В США подобное соотношение превысило планку 20%, и результат всем известен.

Можно считать, что причиной мирового финансового кризиса стала слабость всех регуляторов. И в России регулирование тоже нуждается в модернизации, — закончил г-н Плескачевский.

Затем к дискуссии подключился председатель комитета по финансовым рынкам и денежному обращению Совета

Федерации **Дмитрий Ананьев**. Он отметил, что на отечественный рынок влияют три фундаментальные проблемы: ■ неконкурентное законодательство; ■ несовершенная судебная система; ■ несовершенная правоохранительная система.

Две последние проблемы находятся вне сферы влияния финансистов. Но законы — это уже рукотворная проблема. В связи с этим г-н Ананьев выразил надежду, что если создание международного финансового центра по-прежнему будет декларироваться в качестве одной из целей государственной политики, то это изменит положение в лучшую сторону. Важно создавать комфортную обстановку для инвестора. России нужен национальный долгосрочный инвестор, — подытожил г-н Ананьев.

Хорошо бы еще налогообложение сделать комфортным для инвестора, — заметил г-н Вьюгин, а далее предложил более подробно обсудить тему смены формата биржевых расчетов. И задал вопрос: формат расчетов T+N — это хорошо или плохо?

Президент ЗАО ММВБ **Константин Корищенко** по этому поводу заметил, что некоторые идеи, хотя и красивые теоретически, его как руководителя-практика пугают. Что такое, например, онлайн DVP? Это как если бы, допустим, человек в универсаме брал с полки хлеб и сразу после этого был вынужден платить. И платил бы подобным же образом, то есть немедленно, за каждый положенный в корзинку предмет. На самом деле все происходит, как известно, не так, заметил глава ММВБ. Универсам предоставляет каждому покупателю кредит на всю торговую сессию, а уже в конце, при оплате покупок в кассе, происходит общий клиринг.

Даже в платежных системах онлайн-расчеты не всегда являются самым эффективным решением. Технология T+N — это кредит. Насколько востребован этот сервис? Инвесторов, — заметил г-н Корищенко, — интересует



не тот рынок, который является совершенным, а рынок, на котором можно заработать, несмотря на некоторые его несовершенства. Формат T+0 нельзя отменять, поскольку некоторые участники рынка зарабатывают именно на нем. Важность этой проблемы не стоит переоценивать, поскольку инфраструктура — это наименьшая проблема российского рынка.

На самом деле, — продолжил лидер ММВБ, — кризис преподал нам другие уроки, и они состоят в следующем. Во-первых, глобальный характер рынков вошел в противоречие с локальным регулированием, причем не только в области надзора, но также денежно-кредитных и других аспектах. Во-вторых, значительное количество участников перешло на краткосрочные стратегии. В-третьих, шорты примерно сравнялись с длинными позициями. Пример Греции это показал, но так делала не только Греция. И, наконец, сложность инструментов настолько «разогнала» сопряженные с ними риски, что теперь требуется введение ограничений. Такого рода ограничением является и попытка перевести расчеты по деривативам на единый центр. Но это — попытка построить очередную Вавилонскую башню.

Если сегодня регуляторы отрегулируют операции с CDO, то завтра участники рынка придумают CDO «в квадрате». Внебиржевые сделки нельзя загнать на биржу, заметил г-н Корищенко. Выход в том, чтобы ограничивать риски участников. Если эту проблему удастся решить, то последующие кризисы, возможно, будут протекать легче.

Ключевой вопрос сейчас — ограничение леввериджа участников, сказал в заключение глава ММВБ.

Безусловно, — согласился с г-ном Корищенко Олег Вьюгин, — левверидж — очень важный параметр. Регулятор должен уметь крепко держать участника рынка за плечо. (Реплика вызвала смех в зале.)

Затем микрофон перешел в руки председателя правления РТС Романа Горюнова. За прошедшие после пика кризиса полтора года, — заметил г-н Горюнов, — российский рынок качественно улучшился. Во-первых, ликвидность на нем выросла в разы по сравнению с 2008 годом. Во-вторых, оказалось, что российская рыночная инфраструктура находится в лучшем состоянии, нежели инфраструктура фондового рынка США.

Вообще, суперпродвинутость торговых систем на Западе — легкий миф. В реальности наш рынок тоже очень продвинут, но на нем существует несколько ключевых нерешенных проблем. Во-первых, рынку, конечно же, нужна регулируемая централизованная система учета. Еще один вопрос: следует жестко формализовать процедуры выплат дивидендов эмитентами. Тема не кажется важной, но она может генерировать риски. Проблемой является и существование нерегулируемых рынков, скажем, рынка Форекс.

Клиринг для внебиржевых сделок — тоже важная проблема, продолжил г-н Горюнов. Загнать ОТС на централизованный клиринг нельзя, это вопрос экономической целесообразности. Система управления рисками должна быть построена так, чтобы все спорные вопросы решались между участниками. Та система бухгалтерского учета, которая сейчас находится в распоряжении участников рынка, не дает верной картинки. Рейтинги тоже не помогают увидеть финансовое положение контрагента.

Риски внебиржевых операций — это проблема прозрачности и достоверного учета обязательств контрагентов.

## **Сессия 2. «Долгосрочный инвестор: стимулируя спрос на финансовые услуги и развивая индустрию»**

Работа второй сессии началась с выступления заместителя руководителя ФСФР России Сергея Харламова. Он прокомментировал регулирование рын-





ка деривативов в части рискоориентированного регулирования. Возможность контролировать риски появится в тот момент, когда будет построена модель учета таких сделок. В законе о пруденциальном надзоре ключевой темой является именно бухгалтерский учет и система финансовой отчетности. Но появление закона тормозит тот факт, что позиции ФСФР и Министерства финансов по ряду положений в настоящий момент не совпадают. Существенным новшеством в системе бухгалтерского учета для профучастников фондового рынка было бы введение нового плана счетов. Однако Минфин считает, что учет инвестиционных компаний следует строить на основе существующей отчетности.

Далее г-н Харламов говорил о создании в России института центрального депозитария, отметив, что закон о ЦД входит в число трех наиболее важных «инфраструктурных» законов. Концепция ЦД вынесена на обсуждение рабочей группы при ФСФР, сообщил докладчик, ключевым в ней является вопрос определения торгуемых и неторгуемых частей реестра.

Модель может быть разработана, но следует обсуждать ее со всеми участниками процесса, поскольку необходимо понимать, а что, собственно, нужно им самим, заключил г-н Харламов.

К чрезвычайно существенным изменениям рынка могло бы привести создание в России международного финансового центра, — сказал генеральный директор Национального депозитарного центра Эдди Астанин. — Даже если задача будет реализована на 40-60%, то изменения будут ощутимы. Создание центрального депозитария — лишь часть этой проблемы.

В целом НДЦ поддерживает концепцию ЦД, предложенную регулятором. Иностранные инвесторы однозначно нуждаются в таком институте, он снимет для них многие проблемы. Однако по этому поводу к настоящему време-

ни еще не высказались представители эмитентов. Если бы стала известна также их позиция относительно концепции центрального депозитария, то, пожалуй, процесс уже мог бы начаться.

Президент Депозитарно-клиринговой компании Михаил Лауфер напомнил участникам конференции, что закон о центральном депозитарии уже проходил в 2007 году парламентские слушания, но тогда законодательный процесс не был завершен, поскольку проект подвергся критике.

Следующей вехой на этом пути стало появление концепции МФЦ, где, в частности, сформулировано, что в России должна быть создана система централизованного хранения ценных бумаг. В продолжение этого движения концепцию центрального депозитария разработала ФСФР России. Она верна по сути, но не до конца ясна в ряде существенных деталей. Если мы хотим повысить надежность и эффективность российской инфраструктуры, а также понизить ее издержки, концепцию ЦД должен обсуждать широкий круг участников, — сказал г-н Лауфер. К нынешним участникам этой дискуссии имело бы смысл присоединиться представителям кастодианов, регистраторов. При таком широком обсуждении учетно-расчетную систему, несомненно, удастся модифицировать в правильном направлении, — сказал в завершение г-н Лауфер.

Создание Центрального депозитария, — заметил главный исполнительный директор по управлению бизнесом компании «Тройка Диалог» Жак Дер Мегредичян, — является далеко не единственной проблемой российского рынка. Основной камень преткновения — то, что наша юридическая система непонятна иностранному участнику.

И если бирж в стране может быть хоть десять, то ЦД (по крайней мере, для иностранных участников) должен быть один.

Как известно, в России существует два вертикально интегрированных биржевых холдинга, — продолжил зампред «Тройки Диалог». — Есть несколько вариантов того, как может строиться ЦД с учетом этого обстоятельства. Если просто вывести депозитарии из соответствующих групп — это нормальное решение. Если оставить все как есть, тоже можно работать. Самое худшее решение — дать статус ЦД одному из биржевых депозитариев, при этом оставив его внутри холдинга.

Сейчас, продолжил г-н Мегредичян, ситуация непроста: рынок нервозен, дергается даже в отсутствие существенных новостей. Осталось также много нерешенных фундаментальных проблем. В частности, никакая страна не сможет позволить себе второе спасение банков: это социально непродоцаемо.

Непроста ситуация и в Греции. Особенно заставляет призадуматься тот факт, что можно было, оказываешься, обмануть всю Европу, при этом не нарушая закон.

Однако есть и позитив. Наблюдается рост экономики в Азии, да и российский рынок все-таки неплох, закончил г-н Мегредичян.

Кувшин дискуссии о центральном депозитарии, — заметил директор казначейства Сбербанка России **Андрей Голиков**, — уже наполнен. У ФСФР есть конкретный документ, участники рынка должны направлять в службу конкретные предложения по его доработке.

Далее г-н Голиков отметил несколько важных для текущего состояния российского рынка вопросов. В частности, он признал очень важным проект ММВБ по созданию центрального контрагента. А также напомнил присутствующим, что ФСФР много сделала в плане допуска на российский рынок иностранных ценных бумаг, и у этого проекта просматривается большое будущее. В качестве еще одной значимой цели г-н Голиков назвал развитие бенчмарк-индикаторов, в том

числе не только фондовых индексов, но также денежных.

Помимо работы над общим законодательством, — заметил генеральный директор ИГ «Ренессанс капитал» **Рубен Аганбегян**, надо исправить некоторые нормы действующих законов. В частности, следует отменить обязанность управляющих компаний гарантировать негосударственным пенсионным фондам доходность.

Кроме того, непременно следует работать над реализацией проекта международного финансового центра. Реализовать его можно по-разному: в мире, в том числе, работают модели МФЦ как чистого офшора. Вряд ли это то, что нужно России. Есть и иная концепция, подразумевающая наличие твердой национальной валюты, собственных мощных эмитентов. Это концепция МФЦ не просто как посредника между продавцом и покупателем активов, а как места привлечения инвестиций в национальную экономику, именно она кажется более пригодной для нашей страны.

Никуда не делись мысли о пенсионной реформе. Есть примеры стран (Чили, Польша), которые провели мощную пенсионную реформу, и пенсионные деньги там заперты внутри страны. В кризис это давало соответствующим рынкам поддержку, и они меньше падали.

Вопрос о создании МФЦ очень важен, — поддержал мысль предыдущего выступления **Бернард Сачер**, глава российского офиса компании «Меррил Линч Секьюритиз». — Если эта цель будет достигнута, то российский рынок шагнет далеко вперед. Это откроет двери новым иностранным инвесторам и увеличит ликвидность рынка.

(После кофе-брейка участники продолжили обсуждать уже наметившуюся проблематику.)

Заместитель руководителя ФСФР России **Александр Синенко** сделал сообщение о разработке закона об





инсайдерской деятельности. Закон разрабатывался десять лет и в 2009 году был принят в первом чтении, сказал г-н Синенко. Закон справедливо критиковали за то, что он не строго разграничивает правонарушение и допустимое поведение. Над недочетами работали около года и пришли к определенному консенсусу. Сейчас законопроект, похоже, устраивает почти всех. Он стал более определенным, исчезло много оценочных понятий. Так, ФСФР составит перечень действий, которые можно будет определить как инсайдерскую информацию, она же будет определять критерий существенного отклонения от рынка. В законопроект внесен ряд и других изменений, и в настоящий момент он предлагается ко второму чтению, сказал г-н Синенко.

Когда микрофон перешел к профессору Высшей школы экономики **Александру Абрамову**, он начал с заявления, что у него появилось ощущение «идеологического ступора». Регулятор очень агрессивно вмешивается в бизнес-среду, пояснил свою мысль г-н Абрамов, чересчур жестко ставя вопрос о достаточности капитала инвестиционной компании. Непонятно, почему так долго не принимается закон о ЦД. Непонятно, почему право регулятора заниматься защитой инвесторов от инсайдерской информации не прописано законодательно.

Но самое главное: у нас отсутствует сценарий развития российского рынка. Есть Стратегия, но она не равнозначна сценарию, поскольку там определены лишь цели, но не механизмы и не вероятность их реализации. В стратегии должны быть определены механизмы трансфера лучших технологий, отбора лучших рыночных институтов. (Подробнее об этом см.: Александр Абрамов. Перспективы и риски. — Вестник НАУФОР, №3, 2010, с. 42).

Международный финансовый центр следует строить на проектной основе, — продолжил он, — писать бизнес-план,

определять показатели, которых должен достигать рынок, определять имеющиеся ресурсы и так далее.

Если бы большие глобальные брокеры открыли сейчас в России свои представительства и наняли побольше владеющих русским языком сейлзов, то все отечественные частные инвесторы ушли к ним. Главная опасность для инвестора-«физика» — не рыночная волатильность, а слабость финансовых институтов.

В настоящий момент положение таково, что за реальное развитие отрасли никто не отвечает, — закончил свое выступление г-н Абрамов.

Председатель совета директоров инвестиционного холдинга «Финам» **Виктор Ремша** согласился с той мыслью, что у российского рынка ценных бумаг нет стратегии. И предположил, что, возможно, следует поставить на широкое обсуждение вопрос: куда мы движемся и за счет чего. Сейчас, — продолжил г-н Ремша, у нас имеется уникальная возможность изучить и внедрить у себя самый передовой западный опыт, поскольку вследствие кризиса многие западные финансовые институты подверглись очень жесткому регулированию. Следует дерегулировать наш рынок, но пока тенденция обратная.

На конец 80-х наш фондовый рынок был впереди. Но потом мы отстали, и международные рынки за прошедшее с тех пор время нас сильно обогнали.

Привлечь долгосрочного инвестора — задача долгая и постепенная. Сейчас надо захватывать другую нишу, — закончил г-н Ремша.

— Что же, надо привлекать на российский рынок спекулянтов? — прозвучал вопрос из зала.

— Да, об этом можно просто мечтать, — ответил владелец «Финама».

Генеральный директор ООО «Унисон Капитал» **Андрей Басуев** заметил, что если законы очень долго не принимают, это может означать, что рынку они пока не нужны. Затем он заявил, что, несмотря

ря на давление со стороны ФСФР, которое ощущают региональные участники, часть из них осталась на рынке, работает и развивается. Региональные компании дают сервис лучшего качества, чем крупные московские брокеры. Но если даже мелкий брокер вынужден в свете новых требований прекратить заниматься инвестиционным бизнесом, правильно было бы все же дать ему возможность остаться на рынке. Пусть мелкие компании займут нишу инвестиционного консультирования, и они смогут принести много пользы.

Не был согласен с Виктором Ремшой генеральный директор ЗАО «Ю Би Эс секьюритиз» — **Борис Синегубко**. Он отметил, что российский рынок сделал огромный рывок: существенно выросли его обороты, появился значительный рынок деривативов, сильно выросла линейка инструментов (в частности, появились евробонды), а также на рынке стали происходить первичные размещения. Все это очень важные вехи развития рынка.

Компания «Ю Би Эс секьюритиз», продолжил г-н Синегубко, по всем своим характеристикам как бы противоположна «Финаму». Это компания, клиентами которой является очень маленькое количество очень крупных фондов, они открывают очень большие позиции и совершают сделки редко, но на большие суммы. Наш основной рынок — евробонды и АДР, сказал г-н Синегубко. Возможно, поэтому многие вещи видятся нами иначе.

Проблемы российского рынка очевидны. Во-первых, есть несколько символических вещей: у нас нет закона о противодействии инсайдерской деятельности и нет центрального депозитария. Но профессионалы вполне в состоянии находить технические решения возникающих по этим причинам проблем.

Но есть и действительно серьезные проблемы. Это, во-первых, отсутствие долгосрочных инвесторов.

Отечественные инвесторы не верят в отечественный рынок.

Второй проблемой является раздвоенность рынка: существует рынок локальных акций и рынок депозитарных расписок. В результате ликвидность тоже раздваивается, и работать сложно.

Иностранные инвесторы предпочитают рынок расписок, но их можно вынудить приходить на рынок локальных бумаг. Однако для этого должен появиться нормальный механизм расчетов в формате T+3. Тогда на рынке появится серьезная ликвидность, и его дуализация будет преодолена. □

*Ирина Слюсарева*





