



Локальный vs. глобальный

МАТЕРИАЛЫ КОНФЕРЕНЦИИ НАУФОР «РОССИЙСКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК 2010: НОВЫЕ СТИМУЛЫ ДЛЯ РАЗВИТИЯ»

Как согласовать локальное регулирование с глобальным характером финансовых рынков? Зачем регулированию быть коллегиальным? Нужен ли российскому рынку сервис наилучшего исполнения сделок? И ряд других проблем, актуальных для рынка именно сегодня, обсуждался на конференции НАУФОР.

Первая панель Мир в поиске новой модели регулирования

Олег Ячник, председатель Совета директоров НАУФОР: Добрый день, уважаемые господа!

Разрешите мне от имени Национальной ассоциации участников фондового рынка приветствовать вас на нашей ежегодной конференции.

Год после проведения предыдущей конференции был очень непростым. Рынок взлетал и падал, было тяжело всем — и эмитентам, и акционерам, и инвесторам. И со всей очевидностью стало понятно, что наш рынок — часть глобального мирового рынка, что мы уже полностью зависим от тех событий и факторов, которые влияют на рынки других стран. Поэтому для нас сейчас крайне важным становится создание международного финансового центра в Москве.

Этот год показал важность присутствия на рынке долгосрочного, умного, неспекулятивного, стратегического инвестора. И наша задача — подумать, как привлечь такого инвестора (как внутри страны, так, может быть, и за рубежом) к нам, в Россию.

Еще массу вопросов следует сегодня обсудить. Передаю слово Олегу Вячеславовичу Вьюгину.
Олег Вьюгин, модератор сессии: Уважаемые коллеги, доброе утро!

План работы таков: два ключевых доклада. Первый — г-на Танзера, генерального секретаря Международной организации регуляторов фондового рынка, и второй ключевой доклад — Владимира Дмитриевича Миловидова, руководителя ФСФР. После этого в дискуссии выступают Дмитрий Ананьев, Константин Корищенко, подойдет Виктор Плескачевский. И под конец, я надеюсь, участники смогут ответить на вопросы аудитории.

Грег Танзер

Мы также стали иначе расценивать роль саморегулируемых организаций. СРО могут требовать введения этических стандартов, могут предложить достаточно хорошую экспертизу, более быстро и гибко реагируют на изменения рынка.

Передаю слово господину Танзеру. Пожалуйста.

Глобализация рынков — глобализация проблем

Грег Танзер (перевод с англ.).

IOSCO — уникальная организация, цель которой — определить общие стандарты регулирования рынков ценных бумаг. Наши члены — государственные организации, занимающиеся регулированием рынков ценных бумаг, представители более 100 стран, как развитых, так и развивающихся.

Активность IOSCO перед кризисом имела нишевый характер: мы в основном занимались потребностями регуляторов на рынке ценных бумаг. Организация была задействована в межсекторальной работе с банками, страховщиками. Эта позиция после кризиса изменилась навсегда. IOSCO как эксперт теперь вовлечена в более широкую деятельность, потому что финансовая система столкнулась с глобальными проблемами.

В ноябре 2007 года мы создали рабочую группу, которая занималась вопросами ликвидации последствий финансового кризиса. Доклад рабочей группы был представлен в мае 2008 и определил стратегическую программу работы на будущее. Рекомендации доклада касались в основном трех групп вопросов.

Во-первых, обеспечение прозрачности и возможностей due diligence для инвесторов; во-вторых, риск-менеджмент и пруденциальный надзор; в-третьих, проблемы оценки, особенно оценки рынков в неликвидном состоянии.

Кроме того, IOSCO пристально изучала работу рейтинговых агентств, обращая особенное внимание на ту роль, которую играли их оценки на рынке структурного финансирования.

В 2007 году мы пытались определить, насколько принципы работы рейтинговых агентств соответствуют нашим стандартам. В итоге мы внесли в наши документы некоторые поправки, с тем, чтобы обеспечить целостность процедуры присвоения рейтингов, а также адекватный подход к инвесторам и трейдерам и гарантировать конфиденциальность материалов РА.

Члены IOSCO разрабатывают механизм, где и регуляторы, и инвесторы получают гарантии того, что РА придерживаются норм кодекса. Мы можем координировать надзор за рейтинговыми агентствами. G-20 одобрила Меморандум IOSCO в качестве международного стандарта. Все члены IOSCO должны ему следовать.

Начиная с 2008 года IOSCO продолжала фокусировать усилия на работе в тех сегментах, которые являются по преимуществу сферой деятельности регуляторов, но в целом имеют более широкое значение для всей финансовой системы. Такими сегментами являются: совершенствование международных стандартов финансовой отчетности; обеспечение доверия инвесторов через различные меры по усилению мер на трансграничном пространстве; построение более гибкой финансовой системы через изменение подходов к хедж-фондам, а также расчетам и клирингу; прозрачность рынков; а также стандарты раскрытия операций, особенно операций со структурными продуктами.

Для того чтобы решить вопросы кризиса, важна координация и кооперация регуляторов. Очень важно выработать новые законодательные и регулятивные решения. Это нашло отражение в рекомендациях G-20, ориентированных на создание более адекватного надзора

за рынками капитала и более прочной банковской системы. Задача была изначально делегирована Совету по финансовой стабильности. После саммита G-20 в 2008 году IOSCO, которая прежде занималась исключительно проблемами рынка ценных бумаг, перешла к более широкому кругу вопросов, поскольку существует потребность в совместных глобальных решениях.

Существовал риск того, что вопрос ликвидации последствий кризиса рассматривался исключительно через призму помощи тонущим банкам. В то время как адекватного внимания другим проблемам не уделялось. Однако существует потребность сосредоточиться также на характеристиках рынка и инфраструктуре: кризис выявил наличие определенных проблем в этих зонах. Это очень важно, поскольку основные причины возникновения кризиса возникли именно там, включая избыточный леверидж, конфликт интересов, объемы кредитования и неадекватность оценок секьюритизации, неадекватное использование забалансовых инструментов, а также очень большие компенсации топ-менеджерам.

Рынки стали передаточными механизмами рисков.

Состояние рынков очень важно для системной стабильности. Таким образом, ответ IOSCO на вопросы, поставленные на саммите G-20, состоял в запуске трех рабочих групп. Они рассматривали вопросы, связанные: с короткими продажами; с работой хедж-фондов; с нерегулируемыми продуктами и рынками.

Эти группы закончили работу в 2009 году и представили общие принципы координированного подхода к этим сегментам. Они сводились к следующему.

Короткие продажи. Были разработаны четыре принципа эффективного регулирования коротких продаж, в том числе необходимость контролировать шорты со стороны регулятора и отчитываться регулятору. Но регулирование

не должно препятствовать активности профучастников.

Были разработаны шесть принципов регулирования хедж-фондов: обязательная регистрация; обязательный надзор за текущей деятельностью; информация для оценки системных рисков; международная кооперация в оценке системных рисков. По нерегулируемым продуктам также был дан ряд рекомендаций, в том числе регулирование риска контрагентов и прозрачность рынка и продуктов, обязательность надзора.

Позднее IOSCO и Комитет по платежным системам пересмотрели текущие регулятивные принципы для платежных систем, систем клиринга и расчетов, а также для центральных контрагентов. Эти системы составляют большую часть инфраструктуры, играют важную роль и очень хорошо показали себя в кризис. Никто из них не вышел из штатных режимов работы, не пережил дефолтов.

Когда обанкротился «Леман Бразерс», была неопределенность относительно того, как будут решаться вопросы его задолженностей, поскольку многие из них были внебиржевыми и не клирились через центрального контрагента. Но оказалось, что система клиринга обладает достаточным запасом прочности.

Сейчас вполне актуально подумать о том, какие инструменты внебиржевого рынка могли бы клиринговаться через центрального контрагента. Это следует стимулировать, поскольку это могло бы избавлять от системных рисков.

IOSCO является участником Комитета по финансовой стабильности, и нас пригласили поучаствовать в работе по финансовой кооперации. Мы играем центральную роль в разработке международных стандартов регулирования. Мы гарантируем участие различных национальных регуляторов. Как организация, устанавливающая международные стандарты регулирования, IOSCO привержена принципам международного сотрудничества. Именно поэтому

в феврале 2009 года мы пригласили Бразилию, Индию и Китай присоединиться к работе нашего Технического комитета.

Мы пересмотрели нашу структуру и стратегические цели с тем, чтобы иметь возможность быстро реагировать на проблемы развивающихся рынков и предлагать дополнительные решения в духе решений G-20.

Хотя оперативное регулирование по-прежнему остается прерогативой по преимуществу национальных регуляторов, сегодня реальность заключается в том, что финансовые рынки стали глобальными. Поэтому необходимо более широкое международное сотрудничество для установления международных стандартов и их дальнейшего внедрения с целью обеспечения большей стабильности рынков.

Мы также пересмотрели наши принципы регулирования рынков ценных бумаг. Впервые такие принципы были разработаны в 1998 году, и мы призвали тогда национальных регуляторов согласовывать свои требования с нашими принципами.

Следует признать, что с тех пор мир изменился очень серьезно. IOSCO пересмотрела эти принципы, чтобы они адекватно отражали роль регуляторов на рынках ценных бумаг при борьбе с системными рисками. Мы разработали новые принципы идентификации и мониторинга за источниками системных рисков; системный риск может повлечь эрозию доверия к рынку, поэтому нужно более заботиться о прозрачности, в том числе межсекторальной. Особого внима-

ния требуют вопросы защиты интересов инвесторов.

Мы признали, что границы регулирования нуждаются в периодическом пересмотре; мы рассмотрели различные вопросы регулирования в банковской системе, в страховании, пытались выявить зоны, в которых риски недостаточно охвачены. Наш обзор включает также рекомендации по усилению надзора в целях усиления финансовой стабильности и смягчения рисков за границами зоны регулирования. Риски должны выявляться своевременно и квалифицированно. Следует уделять особую роль мониторингу рисков системно важных участников рынка.

Мы также стали иначе расценивать роль саморегулируемых организаций. СРО могут требовать введения этических стандартов, могут предложить достаточно хорошую экспертизу, более быстро и гибко реагируют на изменения рынка.

СРО могут играть очень большую роль, форматы их деятельности следует распространять как можно шире, в том числе на российском рынке. Основная идея борьбы с кризисом — это кооперация. Любая регулятивная система должна быть встроена в общий процесс. Мы работали над этим все последнее десятилетие, это было центром нашей работы, начиная с того времени, когда IOSCO разработала и приняла многосторонний Меморандум о взаимопонимании.

Меморандум устанавливает международные стандарты сотрудничества, он очень важен в борьбе с нарушениями на рынках ценных бумаг. Он пытается

Грег Танзер

Мы разработали новые принципы идентификации и мониторинга за источниками системных рисков; системный риск может повлечь эрозию доверия к рынку, поэтому нужно более заботиться о прозрачности, в том числе межсекторальной. Особого внимания требуют вопросы защиты интересов инвесторов.

Владимир Миловидов

Вопрос об открытости, о включении «коротких продаж» в отчетность, и усиление этой отчетности, ее детализация — это действительно то, о чем стоит на сегодняшний день подумать.

преодолеть барьер между юрисдикциями. К меморандуму присоединились 65 членов IOSCO, еще 45 членов заявили о частичном использовании документа. IOSCO сотрудничает также и с неприсоединившимися, а также нерегулируемыми юрисдикциями. Использование меморандума будет очень эффективным для мировых рынков. Приятно отметить, что ФСФР России также активно стремится присоединиться к меморандуму, стать полным участником.

И, наконец, о будущем. Работа IOSCO — это часть общей работы, призванной повысить стабильность финансовых рынков и привести к их росту. Члены IOSCO верят в то, что при выработке новых норм глобального регулирования их голос будет услышан. Они обладают всеми возможностями и полномочиями для того, чтобы идентифицировать и смягчить возможные риски в будущем. Но, продолжая заботиться о безопасности финансовой системы, вправе ли мы создавать у инвесторов ложное впечатление, что все финансовые инструменты являются безопасными?

О. Вьюгин: Спасибо, господин Танзер. Нам представлена, как видите, достаточно полная информация о деятельности IOSCO. Но важно еще и то, что г-н Танзер поднял некоторые вопросы, на которые, мне кажется, участникам панели было бы интересно прореагировать в своих последующих выступлениях.

Это такой вопрос, как необходимость отчетности по «коротким продажам», это вопрос о таких (действительно нерегулируемых) институтах, как хедж-фонды. Господин Танзер не только поставил эти вопросы, он фактически сказал, какие рекомендации по этому поводу разрабатываются. Он также упомянул о необходимости большей

прозрачности продуктов — и деривативов, и других сложных продуктов. Один из механизмов решения — это попытка сделать расчеты по этим продуктам прозрачными, то есть ввести требование клиринга и так далее.

Должны ли мы говорить об этом сейчас, или для российского рынка говорить об этом еще рано? Ну, я провоцирую, конечно.

Был затронут еще один важный вопрос, и очевидный ответ на него — присоединение России к международному меморандуму о взаимопонимании IOSCO, который фактически открывает дорогу для признания российского финансового рынка как регулируемого.

Сейчас я хочу передать слово для ключевого доклада Владимиру Дмитриевичу Миловидову, пожалуйста.

Вместе с мировым сообществом Владимир Миловидов: После выступления г-на Танзера можно сразу перейти к дискуссии. Говорю это без комплиментарности, а совершенно искренне, скорее желая сделать комплимент нам самим. Дело в том, что все темы и вопросы, которые были отражены в выступлении, очень созвучны тому, чем сейчас занимается Федеральная служба по финансовым рынкам.

Олег Вячеславович (Вьюгин — прим. ред.) дал провокационный посыл — стоит ли нам обсуждать эти темы, или еще рано о некоторых говорить. А я скажу (также, может быть, провокационно), что мы о них уже отговорили на самом деле. Здесь было упомянуто несколько инициатив IOSCO, в частности, рабочая группа, которая занималась анализом регулирования коротких продаж, рабочие группы, которые рассматривали вопросы достаточности регули-

рования секьюритизации и клиринга, создания центрального контрагента. Могу сказать, что все эти вопросы мы решали практически параллельно с рабочими группами IOSCO. С регулированием коротких продаж мы столкнулись в первые дни кризиса в сентябре 2008 года, и я считаю, что именно по тем принципам, которые были названы (г-ном Танзером — прим. ред.), на сегодняшний день введено регулирование коротких продаж в России. Мы пока еще отстаем в вопросе более эффективного оперативного мониторинга и отчетности по коротким продажам, в значительной степени больше полагаясь на сознание участников рынка, на биржи, через которые происходят сделки. Но вопрос об открытости, о включении «коротких продаж» в отчетность, и усиление этой отчетности, ее детализация — это действительно то, о чем стоит на сегодняшний день подумать.

На сегодняшний день нами внесены изменения в законодательство, и часть из этих законов уже принята, а часть находится в достаточно продвинутых стадиях рассмотрения Государственной думой. Перечислю только названия этих законов.

Закон о производных финансовых инструментах (поправки в закон о рынке ценных бумаг, которые касаются производных финансовых инструментов) — впервые введено такое детальное регулирование производных. С 1 января (2010 года — прим. ред.) этот закон вступил в силу, более того, вместе с ним вступили в силу соответствующие поправки и в налоговое законодательство, которое определяет налогообложение на рынке производных финансовых инструментов.

В этом же законе (а также в законе о клиринге, который готовится сейчас ко второму чтению) достаточно подробно прописывается институт центрального контрагента. Сейчас все международные регуляторы говорят о необходимости совершать сделки (особенно на

таких рынках, как рынок деривативов) — через институт центрального контрагента.

В Думе находится закон о секьюритизации финансовых инструментов, где также мы пытаемся создать законодательные рамки этого процесса. Для нас эта тема не столь остра и актуальна, как для США или других стран. Тем не менее рано или поздно мы можем столкнуться с проблемами в этом секторе.

Нельзя не сказать о других законах, которые также сейчас находятся в Думе. Это и закон о биржах и организованных торгах, которые, в свете тех событий, которые произошли сегодня в США (падение рынка — прим. ред.), показывают, что они становятся не менее актуальными, чем закон о клиринге. Поскольку взаимодействие бирж, взаимодействие организаторов торговли на рынке — это, собственно говоря, та проблема, которая, как я понимаю, и привела к событиям, случившимся в прошлый четверг на биржах США. Буквально вчера в Конгрессе США проходили слушания по поводу случившегося. Моя коллега г-жа Шапиро (М. Шапиро, глава Комиссии по ценным бумагам и биржам США) давала информацию, из которой можно заключить, что на сегодняшний день нельзя четко квалифицировать проблему, которая привела к «сбою» в четверг. Мы видим, что специфика регулирования американского рынка наложилась на специфику взаимоотношений бирж (установленные там электронные системы при остановке торгов сдерживают лавинообразное падение котировок). Все вместе это привело к тому, что в один не прекрасный момент Dow Jones упал на такие значения, на которые он очень редко падал.

Часть этих проблем у нас в принципе не существует и не может существовать. Начиная с того, что в России индексы бирж рассчитываются на самих торговых площадках. У нас индексы биржевые, нет единого индекса, который

рассчитывается из средних показателей, которые собираются со всех бирж.

И это в определенном смысле дает нам возможность минимизировать распространение технологического сбоя на весь рынок в целом.

Это первое. Второе. Я считаю преимуществом России (я знаю, и меня лично, и ФСФР за это критиковали, критикуют и, наверное, будут критиковать) то, что режим приостановки торгов введен у нас с уровня бирж на уровень регулятора. (В США это решение бирж.) Как бы ни были жестки наши действия в октябре или сентябре 2008 года, они говорили о том, что регулятор может активно вмешиваться в ход торгов в случае лавинообразного снижения котировок.

Есть еще очень важная проблема, которую нам придется решать (собственно говоря, это стало еще одной причиной кризиса в США). Хороший вопрос был задан в конце выступления г-на Танзера: усиливая регулирование, не посылаем ли мы ложных сигналов инвесторам, что все защищено? Это очень хороший вопрос. Анализируя ситуацию в США, приходишь к выводу, что именно отсутствие четкого ответа на этот вопрос тоже привело к проблемам. На сегодняшний день многие инвесторы на американском рынке защищены, они понимают, что их заявки маршрутизируются туда, где появляется наиболее выгодная для инвестора котировка. Теперь работа этой системы, которая защищает инвестора от недобросовестной котировки, дала сбой. Будучи введена первый раз в 2005 году, отработана в 2007 году. Нужна ли нам система возможности выбора ин-

вестором той биржи, где сложилась наиболее привлекательная котировка? Вот вопрос, который тоже требует ответа.

Анализируя происходящее, можно сделать такие выводы. Первое. Сегодня регулирование в России, на российском финансовом рынке, наверное, впервые за всю историю российского финансового рынка не догоняет регулирование на международных финансовых рынках, а идет параллельно с ним. У нас нет сегодня догоняющего развития. Россия, безусловно, стала частью мирового финансового рынка, и для нас взаимодействие между регуляторами становится очень важной и актуальной задачей. Может быть, никогда так актуально этот вопрос не стоял. Нами за последний год проделана достаточно большая работа с тем, чтобы заключить двусторонние соглашения между регуляторами различных стран, прежде всего, тех стран, которые мы видим для себя стратегическими партнерами, которые связаны с торговлей российскими ценными бумагами. У нас есть соглашения и меморандумы об обмене информацией и со странами, которые являются активными членами IOSCO; это и Китай, и Индия, и Бразилия, и Франция, и Германия. Нам бы очень хотелось установления двусторонних, более тесных взаимоотношений с США, с Великобританией.

Я специально говорю о нашей заинтересованности в двусторонних связях, не противопоставляя это осознанному и обязательному стремлению к тому, чтобы стать участниками многостороннего меморандума IOSCO, о котором здесь говорилось. Я считаю, что присо-

Владимир Миловидов

Сегодня регулирование в России, на российском финансовом рынке, наверное, впервые за всю историю российского финансового рынка не догоняет регулирование на международных финансовых рынках, а идет параллельно с ним. У нас нет сегодня догоняющего развития.

Виктор Плескачевский

Я не могу понять, почему в России регулятор сегодня находится на втором уровне после министерства. Я считаю, что и положение этого органа в системе Правительства РФ недостойно его назначения, и внутреннее его устройство совершенно этому не соответствует.

единение России к этому меморандуму действительно открывает нам дорогу не просто в цивилизованный регулируемый рынок, которым по факту мы уже являемся. Мы получаем возможность самым активным образом участвовать в выработке идеологических решений по совершенствованию регулирования на финансовых рынках в мире.

Для меня упреком звучит информация о том, что в 2009 году Индии, Бразилии и Китаю было предложено стать членами Технического комитета IOSCO. Технический комитет отвечает за выработку идеологии регулирования. ФСФР России не может принимать в этом участия, мы не являемся членами Технического комитета, в том числе потому, что не являемся подписантами многостороннего меморандума. Хотя многое из западного регулирования в России на сегодняшний день введено.

Что же мешает? Можно смеяться, можно грустить, но мешает единственный вопрос — отсутствие закона о противодействии инсайду и манипулированию. Единственный закон, который десять лет обсуждается в Государственной думе (и деловых кругах), единственный закон, который выбрасывает Россию из круга регулируемых рынков, если смотреть на это глазами международных регуляторов.

Мы должны преодолеть этот барьер!

Мне приятно, что осознание важности этого закона сегодня все больше укрепляется у руководства страны. На днях вышел целый ряд поручений президента по итогам совещания у него по вопросам финансового рынка, и я считаю, что это очень важный сигнал, причем не только нам как исполнителям.

Это важный сигнал участникам рынка, важный сигнал международным регуляторам, в том числе IOSCO. Президент поручил ФСФР до декабря текущего года продумать и фактически завершить весь поэтапный план присоединения России к многостороннему меморандуму.

Повторяю, вынесение этого вопроса на высочайший уровень управления страной говорит о том, что намерения перестают быть некими попытками на ведомственном уровне. Это уже осмысленная государственная позиция.

Еще раз хотел бы сказать, что, наверное, мы делаем не все, и не во всем находим понимание участников рынка. Наверное, вопросы усиления регулирования на финансовом рынке могут обсуждаться, корректироваться, и мы прислушиваемся к представителям профессионального сообщества. Но есть вещи принципиальные. Мы вынуждены сегодня конкурировать не с рядовыми региональными центрами или финансовыми институтами, мы сегодня выходим на уровень глобальной конкуренции — с глобальными финансовыми институтами, с глобальными финансовыми торговыми площадками. В этом ракурсе традиционный взгляд на нашу финансовую систему (или на любую национальную финансовую систему) не работает.

Мы должны быть лучше, надежнее, прозрачнее, крупнее в каких-то вещах, чем это сложилось на других рынках. Мы должны быть лучше на порядки, для того чтобы занять место на регулируемом рынке. Быть такими, как все остальные (даже если это США, или Великобритания, или Германия), сегодня уже не поможет. Нам нужно быть лучше! Поэтому в некоторых решениях

Федеральная служба по финансовым рынкам проявляет жесткость.

Прошу относиться к этому с пониманием. Если мы станем частью мирового, регулируемого, отвечающего современным стандартам финансового рынка, от этого выиграет и российская экономика, получив дополнительные финансовые ресурсы, и участники финансового рынка, получив дополнительных клиентов и объемы сделок. От этого выиграют и наши биржи, тоже получив дополнительные объемы сделок. Поэтому нужно внимательно ознакомиться с докладом г-на Танзера и следовать тем стандартам, которые в нем были представлены.

Узкое законодательное отверстие

О. Вьюгин: Спасибо, Владимир Дмитриевич. Приятно было услышать, что мы идем в ногу с глобальным регулированием, по крайней мере, в плане законодательных предложений.

У меня в связи с этим вопрос, который я адресую, наверное, в первую очередь Дмитрию Ананьеву и Виктору Плескачевскому. Руководитель ФСФР только что нам описал хорошие законодательные инициативы. Кстати, о них давно уже говорят. Эти документы когда-нибудь пройдут через отверстие, которое называется законотворчеством, или же мы по-прежнему будем ходить кругами, понимая, что все правильно, все нужно, но есть некоторые замечания, которые не позволяют принять закон в этом году? Я, наверное, дам слово Дмитрию Ананьеву...хорошо, Виктору Плескачевскому.

Вы можете говорить и на другие темы, но мне кажется, было бы интересно еще раз вернуться к обсуждению вопросов инфраструктуры, а также требований к капиталу профессиональных участников.

Виктор Плескачевский: По поводу отверстия, которое мешает прохождению. Я готов протянуть руку Владимиру Дмитриевичу и сказать: давайте (в

порядке эксперимента) уберем уголовное наказание в совершенно новом для России институте — так называемом осуждении за инсайд и повесим взамен административное. Хотя бы для того, чтобы зафиксировать историю вопроса. Тогда я первый, кто будет поддерживать принятие закона об инсайте.

В России, которая за 80 лет большевиком потеряла все институты собственности, нет элементарного иммунитета и нет нормальных государственных инструментов для регулирования этих отношений. [Если применять] инсайд так, как написано сегодня в законе, то под риском уголовного преследования может оказаться любой гражданин этой страны.

Мы хорошо знаем практику применения этого закона в Германии, Великобритании и многих других странах. Это очень сложная практика, где очень высока ответственность регулятора, который все-таки определяет — является лицо инсайдером или нет. Мы считаем, что на сегодняшний день главным инсайдером, местом концентрации огромного количества экономической информации является правительство. И для того чтобы хотя бы создать прецедент разбирательства в этой сфере, не надо принимать общий закон об инсайте. Можно принять внутри правительства необходимые решения для того, чтобы отследить все процедуры, все движения информации, и определить ответственность чиновников за ее распространение.

Для этого не надо делать закон об инсайте. Я просто хотел показать, что черт всегда сидит в деталях обсуждения. Мы не вообще против закона о противодействии инсайду. Просто применение инсайда с риском уголовного наказания сегодня очень опасно для обычных гражданско-правовых отношений.

Я не буду критиковать действия наших властей: действительно, органом по регулированию финансовых рынков много что делается сегодня. Но при этом

по-прежнему у нас остается невероятная пропасть между тем, что можно было сделать, и тем, что сделано.

И проблема не в том отверстии, которое называют законотворчеством. Дело в том, что любой регулятор финансового рынка в мире — это очень сложная композиция конфликтующих между собой интересов.

Например, в США он занимается и защитой прав инвесторов, и регулированием финансовых рынков. Все профессионалы знают, что это конфликт интересов. Почти во всех развитых странах этот конфликт решается посредством коллегиальности регулятора. Я не могу понять, почему в России регулятор сегодня находится на втором уровне после министерства, на том же уровне, где пожарная служба и многие другие вторичные органы управления. Я считаю, что и положение этого органа в системе Правительства РФ недостойно его назначения, и внутреннее его устройство совершенно этому не соответствует.

Поэтому Владимир Дмитриевич берет на себя страшный риск. Он единолично подписывает огромное количество решений, например, по остановке бирж, а не принимает решения коллегиально, как это делается во всем мире.

Если бы кризиса не было, его нужно было бы придумать, потому что полезно периодически встряхивать застойные болотца, для того чтобы проверить себя с точки зрения того замысла, который был при создании рынка.

Я участвую в европейских дискуссиях на разных уровнях, в том числе

в составе Парламентской ассамблеи совета Европы. Официальная позиция Европы такова, что она (на моей памяти) всего два раза критиковала США — когда США не подписали Киотский протокол, и в начале текущего кризиса. Обвиняли, что через США (в связи со слабостью системы регулирования) кризис пришел в мир. Одно только доказательство этого: в Канаде регуляторами были созданы механизмы, устанавливающие требования к структуре активов, с точки зрения отношения плохих subprime credits против хороших. Это соотношение в Канаде было установлено на уровне 5%, а в США — на уровне 22%. Поэтому финансовая система Канады выдержала наличие «токсичных» активов. В США же именно регулятивная система довела до того, что в структуре активов было 22% плохих subprime credits, и вся система не выдержала.

Поэтому сегодня всеобщее мнение квалифицированных экспертов сводится к тому, что причиной нынешнего кризиса является не США, не кто иной, а слабость всей архитектуры финансового рынка, и прежде всего — слабость всех регуляторов. То, что я услышал от господина Танзера — у меня огромный интерес к этой информации. Действительно, в Европе сегодня идет огромное обобщение всех способов регулирования. Скажем, обсуждается введение единого регулятора в Европе. То ли в той модели, в которой работает FSA, то ли в какой-то другой модели. Но при этом понятно, что «кросс-регулирование» сегментов, о котором

Виктор Плескачевский

Сегодня всеобщее мнение квалифицированных экспертов сводится к тому, что причиной нынешнего кризиса является не США, не кто иной, а слабость всей архитектуры финансового рынка, и прежде всего — слабость всех регуляторов.

Олег Вьюгин

Что касается центрального депозитария: действительно, такое впечатление, что тут идет война с ветряными мельницами. Я считаю, разумно, когда инфраструктура формируется снизу. Но государство может помочь или ускорить это формирование.

сказал господин Танзер, — это примерно общий принцип регулирования.

В начале 90-х годов в России не существовало никаких финансовых рынков, имелось лишь два-три вида страхования и две-три банковские услуги. Все остальное появилось за последние 15-20 лет. Но при этом разные сегменты финансового рынка были поделены между разными ведомствами. В результате мы сегодня построили то, что называем «родовой травмой» финансового рынка.

Терминология пенсионного законодательства у нас не совпадает с терминологией страхового законодательства. Законодательство об инвестиционных фондах как-то по-своему построено и вообще не соответствует законодательству банковскому. Одни фонды — банковского управления — регулируются по закону о банках и инструкциями Центрального банка, а паевые фонды регулируются Федеральной службой по финансовым рынкам. Поэтому мы говорим, что проблемы единого регулирования для России важнее, чем для Германии, для Франции, чем даже для Голландии или Норвегии, где не хватило сил для единого регулятора, но сделали единый надзор.

Поэтому нам очень интересна работа IOSCO.

Пунктиром обозначу то, что в России следовало бы сделать.

Когда мы говорим о законе о биржах, почему-то все рассуждения сводятся к единой бирже. Когда мы говорим о законе о центральном депозитарии, то все рассуждения сводятся к единому юридическому лицу «центральный депозитарий». При этом мы забываем следующее: да, весь мир стремится к единообразию, но очень опасно, когда эти функции реализует

одна организация. Потому что резко возрастает риск монополизма, особенно если речь идет о частной организации.

Кто-то, может быть, помнит, как ММВБ в первой половине 90-х годов устанавливала сумасшедшие ставки комиссионных по торгам. Такое было ее монопольное положение как института Центрального банка, и, собственно говоря, она и была главным регулятором рыночных отношений, потому что устанавливала стандарты.

Сейчас, на мой взгляд, идет очень опасная дискуссия — о едином центральном депозитарии. (Я высказываю свое мнение, хотя часть рынка со мной согласна.) Речь о том, что в мире существует пять-шесть моделей центрального депозитария. Тот, который строит Россия, не существует нигде в природе. Второе обстоятельство. Во всем мире центральный депозитарий появляется по инициативе снизу, нигде не было появления сверху, нигде не было никакого закона. В России это делается через закон, сверху, причем создается центральный депозитарий фактически с монопольным положением в нем Центрального банка. Это означает, что мы убиваем бизнес кастодианов. Это означает, что мы удлиняем транзакционные цепочки, что мы повышаем издержки. Или я должен иметь два счета — один в регистраторе, а другой в этом едином клиринговом центре, или клиринговом агенте, как там его ни назови? Мы предлагали, чтобы работала группа лиц под названием «центральный депозитарий». Почему в США есть группа лиц под названием Федеральная резервная система, почему не может быть группы лиц под названием «центральный депозитарий» в России? Где, допустим, Газпромбанк мечтает быть единым depo-

зитарием по бумагам Газпрома. Где НДЦ мечтает быть единым депозитарием по расчетам на ММВБ, и пусть так будет. И допустим, два-три других банка взяли бы на себя трансграничные расчеты, еще какие-то формы централизации. И образовали бы кольцо, в котором я — клиент Газпромбанка, но получаю услугу, в том числе, в ВТБ, в том числе, в НДЦ. Тогда у нас не будет монополизации, не будет многих недостатков.

Весь мир мучается с дематериализацией ценных бумаг, стремясь к идеальной сделке, когда поставка против платежа происходит в реальном времени.

Россия получила эту уникальную возможность. Но по существу ее не реализовала. Ведь дело в том, что даже клиринга в этом случае не понадобится. Каждая сделка, совершаемая в следующее мгновение времени, будет проводиться на условиях права собственности, а не неких абстрактных прав, реализованных в результате клиринга. Это означает безрисковую сделку. Мы ее называем идеальной.

Это стало возможным в России, потому что наша значительная технократическая культура наложила на отсутствие традиции фондового рынка, традиции наличной ценной бумаги. Я убежден, что в общих документах Форума финансовой стабильности не учитывается этот фактор. Скорее, учитываются традиции Германии, где 95% всех выпусков ценных бумаг имеют наличное выражение. Поэтому я тоже за то, чтобы вы, Владимир Дмитриевич, очень внимательно посмотрели доклад г-на Танзера. Думаю, для России это будет иметь очень крупные последствия.

Спасибо.

О. Вьюгин: Спасибо. Владимир Дмитриевич, я как раз хотел, чтобы вы отреагировали, особенно на уголовную ответственность.

В. Миловидов: У нас сегодня гость, для которого, наверное, эти дискуссии

в диковинку. Мы-то давно привыкли дискутировать, спорить, выяснять отношения. Если бы регулятор любого государства встретился на конференции с представителем соответствующего парламентского института, то, я думаю, дискуссия была бы примерно такой же. Я думаю, что это нормальный процесс, но очень верю, что в результате дискуссии ключевые законы, для России важные, которые встраивают ее в мировую систему регулирования, все-таки будут приняты.

Что касается уголовной ответственности, то на сегодняшний день проект закона о противодействии инсайдерской информации и манипулированию рынком действительно предусматривает уголовное наказание. Там достаточно аккуратный подход к признанию уголовной ответственности. Эта норма не вступает в силу с первого дня, она имеет некий отложенный характер. Но на прямой вопрос Виктора Семеновича ответ один: в случае, если любой гражданин России совершит действия, которые попадают под закон об инсайдерской информации и манипулированию рынком, и в его действиях будет обнаружено уголовное преступление, он будет отвечать в соответствии с уголовным законодательством.

Поэтому лучше от этой практики держаться подальше.

Мы сейчас действительно активно обсуждаем вопрос создания центрального депозитария, закон принят в первом чтении в Государственной думе, вокруг него действительно много дискуссий. Мне кажется, сейчас мы нащупали некое компромиссное решение. Модель, на которую мы ориентируемся, сегодня существует в Великобритании, это так называемый CREST (или его австралийский аналог CHESS). Я единственно хотел сказать, что ни в одном обсуждении, ни в одном документе (кроме, наверное, кошмарных снов отдельных участников рынка) не написано о том, что Центральный банк

является собственником, или создателем, или руководителем центрального депозитария. Спасибо.

О. Вьюгин: Спасибо. Я думаю, что основной закон о противодействии использованию инсайдерской информации и манипулированию может быть введен без нормы уголовной ответственности. Может быть, правильно было бы его ввести без этой нормы, посмотреть, как регулирующий орган с этим законом обращается, как он его использует, пройти некоторую практику, ну и после этого ввести окончательно, МОЖЕТ БЫТЬ, норму об уголовной ответственности, если будет видно, что это справедливо работающая норма. Я бы так сказал. Это некий компромисс, который позволит продвинуться.

В. Миловидов: Но при этом есть административная ответственность, которая вступает сразу.

О. Вьюгин: Да, конечно, административная вступает сразу, любая норма закона не работает, если нет наказания.

Что касается центрального депозитария: действительно, такое впечатление, что тут идет война с ветряными мельницами. Я считаю, разумно, когда инфраструктура формируется снизу. Но государство может помочь или ускорить это формирование. Не думаю, что ФСФР будет жестко настаивать, чтоб был только один центральный депозитарий и никаких других. Надо смотреть варианты. В принципе, монополизм уже и сейчас существует. Он существует, скажем, при

учете ценных бумаг Газпрома. Мы знаем, какие тарифы устанавливаются при движении ценных бумаг между Драгой и другими регистраторами. Или существует определенная дискриминация при движении бумаг по мосту между НДЦ и ДКК. Это же не выгодно участникам рынка, да? Вот если бы была отстроена система, в которой — пусть будет пять этих центральных депозитариев, но бумаги движутся между ними бездискриминационно. Тогда участники рынка совершали бы сделки на биржах, которые им нравятся, или сразу на всех биржах, и получали бы централизованный учет, и это добавляло бы value российскому рынку. Но это так, мысли вслух.

Я хотел бы тогда, в продолжение дискуссии, дать слово Дмитрию (Ананьеву — прим. ред.), и потом мы вернемся к проблеме инфраструктуры.

Дмитрий Ананьев: Очень много сказано, в том числе, руководителями нашей страны, о создании международного центра. И никто не сомневается в актуальности, важности, целесообразности реализации этой задачи. Однако с точки зрения практических решений в нашей стране для наших участников фондового рынка проблем меньше не становится. И это, я думаю, один из самых демотивирующих факторов, и у профессиональных участников рынка, и у законодателей.

Три года работая в Совете Федерации, возглавляя комитет, выступая на банковских конференциях и на конференциях участников фондового рынка, я часто слышал правильные вещи, но, к сожа-

Дмитрий Ананьев

Очень много сказано о создании международного центра. И никто не сомневается в актуальности, важности, целесообразности реализации этой задачи. Однако с точки зрения практических решений в нашей стране, для наших участников фондового рынка проблем меньше не становится.

Константин Корищенко

Повышение эффективности рынков как раз и состоит в том, чтобы отказаться от режима реального времени, даже в платежных системах далеко не всегда расчеты по принципу онлайн являются наиболее эффективными.

лению, с точки зрения практических результатов их КПД минимально.

На мой взгляд, есть три основные глыбы фундаментальных проблем. Первое. Нам досталось в наследство от советской системы неконкурентоспособное законодательство. Оно за эти годы чуть-чуть модернизировалось, но до сих пор не соответствует элементарным стандартам. Еще два основных вопроса находятся вне возможностей участников финансового рынка — несовершенная судебная система и проблемы с правоохранительной системой.

Но все, что касается законодательных инициатив и принятия законов, регулирующих финансовый рынок, — это наша прямая ответственность, это рукотворные трудности, которые создаем мы сами.

В этой части, не критикуя излишне нижнюю палату, считаю, что ряд инициатив рождается там с непонятной быстротой. Например, оснастить банкоматы контрольно-кассовой техникой. Или существует проект поправок к ОСАГО, где каждому автовладельцу будет предложено в обязательном порядке получить банковскую карточку специальную, он обязан будет носить ее вместе с полисом ОСАГО, и так далее. Это никому не требуется, но почему-то эти инициативы очень быстро находят поддержку в нижней палате.

А один из фундаментальных законов, который позволяет привлечь серьезных инвесторов (у которых отсутствие закона об инсайде является критическим требованием для работы на том или ином рынке) — вот такой закон у нас может находить значительное количество препятствий.

Хотя то, что сказал Олег Вячеславович, наш комитет поддерживает. Все, что связано с уголовной ответствен-

ностью, с учетом нашей ситуации в правоохранительных органах, вызывает серьезную тревогу у бизнес-сообщества. И было бы полезно, чтобы на первом этапе мы ограничились только административной ответственностью, неким, в том числе, публичным порицанием подобных фактов. Наш комитет последовательно проводил такую позицию и будет продолжать ее отстаивать.

У нас есть уникальная возможность преодолеть свои проблемы и оказаться в когорте развитых рынков.

Крайне важно обратить внимание на создание реально благоприятных условий для инвесторов, именно с точки зрения формирования благоприятного налогового климата. Со стороны регулятора уже немало сделано, новый руководитель имеет практику профессионального участника, проблемы и задачи в области транспарентного налогообложения ему абсолютно очевидны и понятны. И мы могли бы добиться очень серьезного прорыва и создать реально правильный, инвестиционно благоприятный климат.

Следующее. Крайне важно подумать о создании компенсационного фонда для участников рынка. Может быть, подумать о создании компенсационного фонда на базе АСВ. Наш рынок удивляет всех и своим умением падать, и своим умением расти, а это говорит о том, что у нас присутствуют в основном спекулятивные деньги.

Следующий аспект, на который хотелось бы обратить внимание. Мы все говорим о необходимости присутствия на нашем рынке национального долгосрочного инвестора, но действенный практически нет. Тот же компенсационный фонд мог бы создать предпосылки для того, чтобы на нашем рынке было, по крайней мере, минимизировано наличие

спекулятивного капитала, либо он не приносил бы такой системный риск.

Правильно говорится об усилении роли регулятора на этом непростом этапе, но ряд инициатив, Владимир Дмитриевич, хотелось бы подкорректировать. Например — об ограничениях для эмитентов третьего эшелона, связанных с выпуском новых облигационных займов. Крайне важно, на мой взгляд, создавать предпосылки для того, чтобы эмитенты, допустившие дефолты, как минимум могли законодательно реструктурировать свои обязательства, а не пополнять список эмитентов, которые используют девиз «всем, кому должен, прощаю». У нас, к сожалению, за первый квартал этого года произошло 56 дефолтов на организованном рынке, это очень значительное количество. И, несмотря на то, что рынок начинает философски относиться к массовым дефолтам, в целом они являются одним из самых серьезнейших рисков, который повышает наш страновой риск, лишает нас доверия инвесторов и меняет отношение к рынку в целом. На мой взгляд, тема дефолтов на организованном рынке заслуживает особого рассмотрения, особенно с учетом планов построения цивилизованного рынка и международного финансового центра. Спасибо.

О. Вьюгин: Спасибо большое. Виктор Степанович хочет отреагировать на некоторые замечания.

В. Плескачевский: Мне кажется, что г-н Танзер мог уехать с полной убежденностью в том, что закон об инсайде будет принят. Я правильно понимаю, Дмитрий Николаевич, что вы как верхняя палата нас как нижнюю палату поддерживаете в вопросе введения моратория на уголовное наказание за инсайд хотя бы на 5–7 лет?

Д. Ананьев: Виктор Семенович, мы проводим самостоятельную позицию и

считаем, что это нижняя палата необоснованно придерживается закону на протяжении десяти лет. Мы считаем, что принятие данного закона, пусть даже с отложенной мерой в виде уголовного наказания, является для нас не до конца приемлемым и спорным, но это не основание для того, чтобы на протяжении десяти лет этот закон не принимать.

В. Плескачевский: К сожалению, для того, чтобы закон появился, у нас должна быть одна позиция.

В. Миловидов: Сейчас в законе прописан мораторий — три года. За три года мы еще успеем вернуться к этому вопросу.

Конструктивная конкуренция

О. Вьюгин: Хорошо. По-моему, все понятно.

Мне кажется, что мы мало внимания уделили вопросу налогообложения. Если мы говорим о международном финансовом центре, то подразумеваем, прежде всего, что глобальный инвестор будет с удовольствием работать не только в других странах мира — в Китае, Америке, Англии, Германии, — но и здесь. В этом случае он должен встречать комфортное для него налогообложение. Я имею в виду, что оно должно быть даже не лучше, чем у других (отсутствие налогов или что-то еще), но понятное, легкое, такое же, как везде. Это первая реакция любого инвестора. Представим себе место, где он встречает понятное ему, привычное регулирование; понятное, привычное налогообложение; инфраструктуру, в которой нажал кнопку, и сделка прошла, а все бумаги учтены в определенном режиме. Тогда возникает вопрос — почему бы не работать на таком рынке? Потому что некоторые акции, которые его интересуют, именно на этом рынке хорошо представлены. Налогообложение — это один из сложных вопросов, я знаю, что Федеральная служба все годы прилагала

огромные усилия, чтобы добиться здесь каких-то ясных решений.

Сейчас я хотел бы обратиться к другому вопросу. У нас на панели присутствуют два руководителя крупнейших российских бирж: Московской межбанковской валютной биржи и фондовой биржи РТС. Не секрет, что эти две биржи друг с другом конкурируют. Причем конкурируют везде, где только можно. Совсем недавно у Константина Корищенко родился сын. В ответ на это у Романа Горюнова тоже родился сын, сегодня, насколько я знаю. Давайте его поздравим! (Аплодисменты.) Я считаю, что это очень конструктивная конкуренция, ведь так?

В. Миловидов: Это вклад в решение важнейших ключевых вопросов нашей страны.

О. Вьюгин: А теперь я хотел бы предоставить слово Константину Николаевичу. Две биржи, конкурируя, ввели систему расчетов T+N. Она существует в принципе на обеих биржах, в разной степени продвинутой, но существует. Это хороший опыт или, может быть, этого не надо было делать? Пожалуйста, ну и любые другие темы.

Константин Корищенко: Спасибо, Олег Вячеславович. Какое-то время я провел, работая на государственной службе. Просыпаешься утром и думаешь: какую бы сегодня выпустить инструкцию, чтобы всем стало от нее хорошо. Потом перешел работать на рынок. Просыпаешься и думаешь: главное, чтобы сегодня никакой новой инструкции не выпустили, потому что тогда придется не работать, а перестраивать все, чтобы соответствовать новым правилам. В этом смысле некоторые предложения, которые здесь прозвучали, честно говоря, просто пугают. Например, предложение онлайн DVP.

Что такое онлайн DVP? Представим на минуточку, что вы пришли в магазин,

подошли к полке, взяли пакет молока, и тут вам говорят: «Положи денежку». Пошли вы за хлебом, там вам тоже говорят: «Положи денежку». И так вы обходите 20 полок, и на каждую из полок кладете деньги или, в крайнем случае, расплачиваетесь карточкой. На самом деле вы же этого не делаете. Вы сначала набираете весь товар, а уж потом подходите к кассе. То есть вам дают кредит на торговую сессию. В конце этого процесса происходит неттинг, клиринг и прочие удовольствия.

Повышение эффективности рынков как раз и состоит в том, чтобы отказаться от режима реального времени, даже в платежных системах далеко не всегда расчеты по принципу онлайн являются наиболее эффективными. Я не хочу дальше углубляться в технологии, но вопрос кредита на некоторый период времени является, по сути, основным движущим фактором эффективного функционирования того или иного рынка.

В этом смысле технология T+N является некоторым кредитом, который дается на какое-то время. Если мы посмотрим на то, как сегодня эти технологии реализованы, то, во-первых, далеко не всегда это кредит T+N, иногда это кредит T+0,5.

Во-вторых, возникает вопрос: а насколько востребован этот сервис в целом? Ведь инвестора не интересует суперэффективно работающий рынок, потому что в этом случае на нем нельзя заработать. На самом деле его интересуют те элементы рынка, где есть какие-то недостатки. Конечно, ты несешь риск, но только в этой части рынка ты начинаешь зарабатывать.

Так что на самом деле проблема повышения эффективности рынка не является (по крайней мере, с точки зрения бизнеса) однозначной.

Наверное, на нашем финансовом рынке есть много проблем, но инфраструктура из них — наименьшая (с моей точки зрения). Наименьшая.

Константин Корищенко

Попытка централизовать расчеты по деривативам на одном клиринговом центре — это что-то сродни Вавилонской башне. Чем это закончилась — знают все. Можно ли сконцентрировать все риски в одном центре (если посчитать объемы соответствующих рынков) — это очень большой вопрос.

Каковы очень короткие выводы из случившегося кризиса? Первый — это то, что в противоречие вошли глобальные рынки и локальные системы регулирования. В этом смысле любой регулятор в любой стране реально сталкивается с процессом, который ему не подконтролен. Тот объем денег, который сегодня может появиться в любой стране, существенно превышает возможности любого регулирования, причем я имею в виду и денежное, и бюджетное регулирование. Попытка синхронизировать регулирование, о которой здесь говорилось, наверное, абсолютно правильна, но в ближайшие годы она вряд ли приведет к каким-то практическим результатам.

Второй вывод: фактически очень большое количество участников рынка начало исповедовать абсолютно краткосрочные стратегии. Даже самые долгосрочные инвесторы сегодня начинают трансформировать свои операции в пользу весьма краткосрочного горизонта.

В-третьих, за последние 20 лет такой инструмент, как короткие продажи, или «шорты», фактически стал если не больше, то равен объему действий, связанных с открытием длинных позиций. Наверное, все понимают, что пример Греции — это только наполовину проблема Греции, а наполовину — это уважаемые инвесторы, которые исповедуют и успешно продвигают короткие стратегии. В том числе, и по евро, и по суверенным долгам.

Наконец, самая основная проблема — это проблема сложности инструментов. Можно сравнить ее с историей Формулы-1. В 70-80-х годах основная проблема Формулы-1 была в том, как

сделать, чтобы машина ездил быстрее. А потом стали думать о том, чтобы она ехала медленнее. Развитие инструментария привело к тому, что риски, которые сопряжены с этой деятельностью, потребовали достаточно жестких ограничений.

В этом смысле процесс введения ограничений, наверное, правильный, но вызывает вопросы.

В частности, попытка централизовать расчеты по деривативам на одном клиринговом центре — это что-то сродни Вавилонской башне. Чем это закончилась — знают все. Можно ли сконцентрировать все риски в одном центре (если посчитать объемы соответствующих рынков) — это очень большой вопрос. И главное — вряд ли это к чему-то приведет, потому что если сегодня мы опишем какие-нибудь CDO, которые будут рассчитываться в каком-нибудь центральном контрагенте, то послезавтра народ придумает CDO в квадрате, который будет являться внебиржевым. И так далее. То есть реально проблема регулирования заключается не в ограничении рисков централизованной инфраструктуры, а в ограничении рисков участников. И с моей точки зрения, если в этой сфере наступит прорыв, тогда мы будем иметь менее болезненный кризис.

То есть ограничение скорости расширения балансов участников (или увеличения леввериджей) — это на самом деле сегодня ключевой элемент достижения стабильности. А совершенствование централизованной инфраструктуры — конечно, вещь важная и нужная, но мы видим, что ни в этом кризисе, ни в предыдущем во многих странах централизованная инфраструктура

каких-либо серьезных проблем не испытывала.

Сегодня ключевой вопрос — как ограничить риски самих участников рынка, причем на тех операциях, которые проводятся за пределами централизованного рынка. Спасибо.

О. Вьюгин: Краткая ремарка от Владимира Дмитриевича.

В. Миловидов: Позволю себе два комментария. Не думаю, что лучше, когда, входя в магазин, человек оставляет на кассе все свои деньги, а уж потом проходит в зал и выбирает продукты. Так он тоже будет кредитовать кассира на время торговой сессии. Выбирать модель нужно аккуратно.

Второе. Месяц назад я бы согласился с тем, что сказал Константин Николаевич об инфраструктуре. Но после того, что произошло на прошлой неделе на нью-йоркских биржах, согласиться не могу. Это был кризис инфраструктуры, это был кризис организации торгов, это был кризис всей логистики, которая существует на американских торговых площадках. Это был кризис роботов, это был кризис алгоритмической системы торговли, существующей системы ускорения-торможения торгов, совпадения-несовпадения заявок. Это был кризис обслуживания биржевой системы. У нас тоже есть роботы, алгоритмическая торговля, так что у нас тоже есть вопросы, связанные с усилением масштабов этих операций. И поэтому внимание к нашей инфраструктуре должно не ослабнуть, а наоборот, возрасти. Ведь даже при той отлаженной компьютерной системе, которая есть в США, и то засбило. Поэтому вопросы инфраструктуры нам нужно держать сейчас в поле зрения. И биржам в первую очередь, потому что это их вопросы, прежде всего.

О. Вьюгин. Спасибо.

На самом деле в том, что сказал Константин Николаевич, было ра-

циональное зерно. В принципе, плечо — это достаточно важный параметр, от которого зависит благополучие и устойчивость рынков. И в этом смысле регулятор должен уметь крепко держать за плечо всех участников рынка. Что касается такого феномена, который мы наблюдали на NYSE и на системе всех бирж США, то это действительно новый феномен. Я думаю, его нужно будет исследовать. Он связан не с плечом, а с чисто технологическими вопросами. Это, наверное, повестка на будущее.

Я хочу дать слово Роману Горюнову. Давая слово руководителям бирж, мы очень интеллигентно не касаемся вопроса центрального депозитария, взаимодействия бирж, и это понятно. Об этом пусть говорят другие. Но можно поговорить о технологиях, идеях, взгляде на инфраструктуру. Ну, и как всегда — любые другие вопросы.

Р. Горюнов: То есть про центральный депозитарий не говорим?

О. Вьюгин: Нет, можно, но аккуратно.

Роман Горюнов: Добрый день, коллеги. Владимир Дмитриевич меня немножко опередил, я хотел начать с похвалы российскому фондовому рынку. Мы его почему-то все время ругаем. А за последние полтора года рынок реально изменился, — изменился качественно, в лучшую сторону. Это выражается в целом ряде показателей, и количественных, и качественных. Самый главный показатель — как отреагировал российский рынок на события в Америке. Обычно волатильность нашего рынка в разы выше. То есть если американский рынок падает на 5%, то мы падаем на 15%.

Однако на прошлой неделе мы наблюдали обратную историю. Причем наблюдали ее два раза. Сначала в лучшую сторону: когда весь мир завалился вместе с Америкой, мы упали меньше, чем они. Потом они выросли, и

мы тоже выросли, но не так, как Dow Jones — на 10%.

В. Миловидов: Просто 10-го числа в России не работали.

Р. Горюнов: Даже если посмотреть на то, что происходило в вечернюю сессию РТС во время падения американского рынка, то падение нашего рынка составило максимум 4%. И, на мой взгляд, это показатель того, что на российском рынке резко увеличилась ликвидность. Это приводит к тому, что даже глобальные катаклизмы отражаются на рынке не так драматически.

Сейчас ликвидность российского рынка в разы больше его же ликвидности в ситуации лета 2008 года.

Во многом это связано с процессами, про которые мы говорили, — в части развития робототорговли, прихода краткосрочных спекулянтов (во многом этот приход сейчас повышает ликвидность рынка). Процессы, которые мы видим на российском рынке, вполне совпадают с процессами на мировых рынках. Но мой взгляд, они сказываются на российском рынке крайне позитивно.

Второй хороший момент, который хотел бы отметить. На мой взгляд, российская инфраструктура значительно больше готова к ситуациям, подобным случившейся в Америке на прошлой неделе. И благодарные слова здесь надо сказать в адрес российского регулятора, который в условиях ограничений на падение рынка сглаживает подобного рода колебания. Это также и заслуга биржевых технологий. Потому что если бы у трейдеров «Сити-банка» существовала хоть какая-либо форма преддепонирования под заявки, то подобного рода заявки просто нельзя было выставить в систему, у нее элементарно не хватило бы денег. Ситуация, когда под заявки не требуется ничего, а биржа осуществляет только мэтчинг, рассчитываясь

по сделкам уже после их совершения, говорит о том, что сделки могут быть любыми. В России ни на РТС, ни на ММВБ подобная ситуация в любом режиме торгов невозможна.

Вообще, мне кажется, суперпродвинутые инфраструктурные системы на Западе — это легкий миф. Они никогда не переживали тех ситуаций, которые были в России!

Периодически мы задаем им вопросы — как у вас построена система риск-менеджмента? Я лично честно спрашивал коллег в Чикаго, как бы они поступили. И давал пример того, что случилось в России в 1998 году (ситуация была связана с дефолтом госбондов и падением национальной валюты, в результате случился дефолт клирингового члена). Когда они выслушали, то сказали — такого не может быть. Вот ответ на вопрос о том, как построена их система.

То есть они там просто физически не просчитывают такие сценарии!

А мы обязаны их просчитывать, потому что для нас это некоторая реальность, в которой мы можем оказаться. Поэтому когда подобного рода ситуации происходят, я думаю, что российский рынок более к ним подготовлен, чем развитые рынки: просто мы через это уже прошли.

Теперь перейдем к развитию. Мне бы хотелось отметить несколько практических вопросов и поднять несколько практических проблем.

Я согласен, что надо развивать регулирование, развивать законодательство, принимать как можно больше законов, но, на мой взгляд, важно не количество, а качество. И вопрос не в том, «что» сделать, а «как» сделать. По каждой из проблем очень важный вопрос — «как» ее решать. И если у нас нет ответов на вопрос, который Виктор Семенович поднимает в части инсайда, то надо думать над тем, КАК это сделать.

То же самое в вопросах централизованной системы учета. Вопрос о цент-

Роман Горюнов

Невозможно построить клиринг без той или иной степени маржирования обязательств. Ровно это пугает участников и является камнем преткновения, на мой взгляд.

ральном депозитарии у нас немножко перезрел, мы в борьбе за форму потеряли суть. Мне кажется, что когда мы начинаем активно говорить про закон о центральном депозитарии, то сразу загоняем себя в угол.

Вопрос таков: нужен ли нам сам центральный депозитарий или не нужен? Мне кажется, нужно дискутировать в другой плоскости, ведь и западное регулирование в этой части, и требования западных инвесторов свидетельствуют о том, что нужна централизованная система учета. От нас требуют наличия регулируемой системы учета, это не дает ответа на вопрос: сколько элементов должно быть у этой централизованной системы и как они должны между собой взаимодействовать. Мы себя загоняем именно в дискуссию по форме, а не по сути.

Есть еще одна проблема, которая не кажется глобальной, но сейчас имеет для российского рынка очень серьезное значение, и мы с ней столкнулись очень серьезно при построении системы торговли с центральным контрагентом. Это вопрос, связанный с выплатой дивидендов эмитентов.

У нас плохо регулируется процедура установления дивидендной даты. Эмитент как хочет, так ее и устанавливает, иногда даже задним числом, такое тоже бывает. Процедура выплаты дивидендов тоже не формализована, временные лаги не установлены. Все это создает очень серьезные ограничения и риски для инфраструктуры и для участников торговли в момент, когда происходят корпоративные события.

На западном рынке эти процедуры очень жестко стандартизованы, установлены определенные периоды, когда эмитент должен раскрывать информацию, делать объявление, проводить собрание акционеров. Вот эти риски в части дивидендов мы сейчас принимаем

на себя, а они исчисляются несколькими процентами от стоимости активов, но по мере роста рынка в номинале суммы становятся все больше и больше. Без законодательного регулирования эту проблему не решить.

Второй момент, который я хотел бы отметить, лежит в плоскости нерегулируемых рынков. Я считаю, что наличие и развитие нерегулируемых рынков в России тоже является одной из главных проблем.

Про Форекс, вроде, всем все понятно. Но объем рекламы и объем продвижения подобного рода нерегулируемых услуг растут пропорционально активности обсуждения проблемы. Когда я увидел рекламу форексной компании на футболках игроков на чемпионате России по футболу, то достаточно серьезно удивился. Это говорит о том, что масштаб воздействия на потенциальных инвесторов с этой стороны постоянно увеличивается.

Третий момент, который я хотел бы отметить, тоже, на мой взгляд, интересен и важен в части развития. В процессе работы над законом по торговле иностранными ценными бумагами мы поняли, что после появления этого законодательства в России может появиться такой инструмент, как exchange traded fund, ETF. Эти продукты на Западе сейчас торгуются очень активно, их объемы уже начинают превышать объемы традиционных ценных бумаг. Это как бы ценные бумаги нового поколения.

В России сейчас подобного рода продукты не описаны и не урегулированы. На мой взгляд, есть определенная опасность того, что появление этих продуктов в России без существования должного регулирования может иметь определенные последствия для рынка — как институциональные, так и с точки зрения рисков. Потому что, если говорить про те же «шорты» или дру-

гие подобные стратегии, то названные ценные бумаги такие стратегии очень хорошо реализуют.

Сама по себе проблематика создания новых финансовых услуг в России достаточно важна и требует определенного регулирования.

Я сознательно обозначил проблемы так, чтобы перевести дискуссию из теоретической в практическую.

Загнать ОТС на биржу?

О. Вьюгин: Спасибо. Сегодня день такой, мы себя хвалим.

Действительно, важно, чтобы была создана централизованная система учета. Как ее организовать — вопрос творчества.

Нерегулируемые рынки — это, мне кажется, серьезный вопрос. Правда, это вопрос в целом к рынку. Прежде регулятор считал, что нерегулируемый рынок — это как бы опасность для инвестора. Там нет регулирования, там риски непрозрачны, инвестор может пострадать. А когда инвестор страдает, то это плохо для рынка, потому что он просто перестает инвестировать.

Сейчас-то философия совершенно изменилась. Оказалось, что нерегулируемые рынки могут уронить финансовые институты. А поскольку финансовые рынки стали играть огромную роль в глобальной экономике, то их проблемы становятся проблемами суверенов. А проблемы суверенов становятся проблемой граждан. А проблемы граждан становятся проблемой мира. Мы видим: в Греции есть уже даже жертвы протеста, и власти охватил страх, что эта зараза может распространиться дальше, на другие страны, у которых финансовый долг больше.

Вот эта проблема — она очень интересная. В докладе генерального секретаря IOSCO на этот вызов был дан ответ. Плохой ли, хороший, но был ответ, — вот, мы видим проблему таким образом. А Константин Николаевич сказал четко совершенно: господа, что касается

использования механизма клиринга для того, чтобы сделать прозрачными внебиржевые инструменты, то это не сработает. Очень хорошая тема для дискуссии.

В принципе, поскольку уже все высказались по первому разу, и есть еще некоторое время, то я могу дать возможность на эту тему поговорить, если у кого-то есть желание. Есть желающие?

Р. Горюнов. Я прокомментирую. Обозначилась тема «загоним всех участников ОТС клиринга». Мы все прекрасно понимаем (наверное, Константин Николаевич подтвердит), что на самом деле загнать невозможно, потому что это вопрос экономический.

Реально для всех участников проблема-то в чем состоит — если ты подвергаешься клирингу, то стоимость твоих транзакций резко возрастает. Потому что ты элементарно должен вносить обеспечение. Я уже не говорю про клиринговую комиссию (она тоже берется, но это уже вторично, на мой взгляд). Проблема-то в обеспечении. Невозможно построить клиринг без той или иной степени маржирования обязательств. Ровно это пугает участников и является камнем преткновения, на мой взгляд.

Действительно, заставить очень тяжело.

Другое дело, что на уровне самих участников система управления рисками должна быть построена таким образом, чтобы подразумевать снятие рисков. Потому что люди заменяют рыночный риск контрагентским риском. При совершении множества ОТС-сделок есть видимость, что снимается рыночный риск чего-либо, но в обмен на это люди получают кредитный риск.

И проблема в том, что этот рыночный риск, во-первых, невозможно заехжировать, и, во-вторых, в настоящее время он не может быть оценен. Потому что система (с точки зрения отражения ОТС-продуктов на балансах финансовых

институтов) такова, что ее просто невозможно понять. По балансам все хорошо, но нельзя увидеть все это множество продуктов, которые в различной степени висят на забалансовых счетах. Никто не видит общей картинки: что же тот или иной финансовый институт на текущий момент представляет с точки зрения своего баланса. Каков объем обязательств, скажем, «Голдман Сакса» и иже с ним — не знает никто в мире.

Рейтинговые агентства показали, что не могут этого делать, система бухгалтерской отчетности тоже ничего не показывает. Проблема ОТС — это проблема прозрачности объема обязательств, которые существуют. Это проблема учета в первую очередь.

О. Вьюгин: Очень интересно!

В. Плескачевский: Разовью эту мысль, полностью поддержав ее в основе. Один товарищ сказал: ты унижаешь человека деталями. Но давайте все же немножко унизимся деталями. Оттого, что главная проблема распадается на две.

Первая: финансовые инструменты сегодня имеют очень сложное ранжирование, по этой причине очень сложно построить конструкцию, дающую достаточное обеспечение для тех или иных операций. И второе — Роман упомянул про систему бухгалтерского учета. Я просто хочу напомнить, коллеги, что в РФ (это тоже уникальная ситуация) только банки имеют свой план счетов.

Сегодня все финансовые институты Российской Федерации учитываются примерно так же, как свечной заводик или заводик по производству конфет. Только-только сделаны первые шаги для того, чтобы попытаться построить систему бухучета, которая позволяла бы обеспечить достаточную прозрачность, достаточное отражение в том числе, и всех рискованных инструментов.

И последнее. Система пруденциального надзора, о которой мы мечтаем для всех финансовых институтов, невоз-

можна без реформы бухучета. Поэтому сегодня фактически все — и замечательные регуляторы, и все остальные органы, за исключением Центрального банка — имеют информацию о финансовом институте и структуре его активов раз в квартал, в лучшем случае.

О. Вьюгин: Да, пожалуйста, Владимир Дмитриевич.

В. Миловидов: Я просто хотел воспользоваться присутствием здесь господина Танзера и сказать, что специфика российского рынка, его волатильность, его достаточно быстрое развитие — все это предъявляет зачастую гораздо более высокие требования к инфраструктуре, к сделкам, к рынку, нежели в случаях, когда речь идет об уже сложившемся развитом рынке.

(Вторую часть материалов конференции читайте в следующем номере.) ■