

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.

Продолжение публикации материалов конференции НАУФОР. Начало см. Вестник НАУФОР №7-8, 2010

Вторая панель. Долгосрочный инвестор: стимулируя спрос на финансовые услуги и развивая индустрию

Сергей Харламов. Спасибо, коллеги! Сегодня в первой части конференции затрагивались многие темы, связанные с регулированием рынка. Думаю, во второй части можно обсудить их более детально.

Хотел бы прокомментировать темы, которые касались регулирования рынков деривативов, в частности вопросы, связанные с рискориентированным регулированием и пруденциальным надзором. Касательно соответствующего закона все более-менее понятно — он внесен в правительство, и сейчас идут обсуждения, связанные с разрешением межведомственных противоречий. Комментарий такой: риски, наверно, действительно можно будет

контролировать, когда будет построена адекватная модель учета для подобного рода сделок. Поэтому возникает масса вопросов, связанных с построением бухгалтерского учета профучастников. Я действительно считаю, что ключевой момент развития пруденциального надзора связан с построением системы бухучета профучастников, реализации соответствующих учетных политик, с выделением фактически специализированной системы счетов и построением адекватной системы финансовой отчетности.

Пока у нас нет окончательно синхронизированной позиции с Минфином (здесь ключевую роль как регулятор играет Минфин). Мы подготовили в прошлом году два варианта предложений. Первый вариант: вводится новый план счетов для профучастников. Уже в ходе дискуссии с Минфином его представители говорили, что

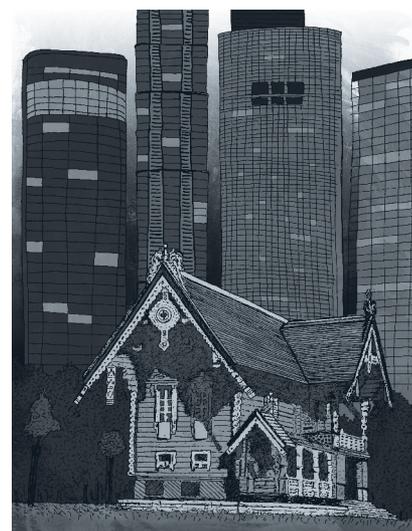
не надо порождать новых сущностей, достаточно стандартных правил бухгалтерского учета. Можно, если есть необходимость, поправить их в части, например, финансового положения для любого хозяйствующего субъекта, а лучше сделать это на уровне соответствующей финансовой отчетности, и фактически косвенным образом это будет определять и систему бухучета профучастников. Потому что если мы будем задавать жесткие рамки по сегрегации соответствующих счетов, определять жесткие рамки по представлению той или иной информации, то, соответственно, это волей-неволей упорядочит систему бухучета. К сожалению, мы пока не окончательно согласовали позицию с Минфином, но надежду и оптимизм вселяет позиция Владимира Дмитриевича Миловидова, который понимает, что это один из ключевых вопросов. Я надеюсь, что на уровне руководителя нашей службы и на уровне службы Сергея Дмитриевича Шаталова мы найдем какое-то решение этой проблемы. И тем самым откроем новую страничку в части, касающейся и бухгалтерского учета, и в целом учета финансовых инструментов, в частнос-

Сергей Харламов

Возникает еще один ключевой вопрос, который меня просил обсудить Алексей Тимофеев, — это вопрос единственности или множественности таких субъектов, как ЦД. Мы его хотим поднять на уровень дискуссии в профессиональном сообществе и найти в этом плане консенсус, насколько это возможно.

ти, вопросов, связанных с контролем за обращением деривативных инструментов.

Второй комментарий связан с тем, что накануне конференции обсуждался вопрос, связанный с центральным депозитарием. Действительно, вкупе с еще тремя структурными законами — Законом о биржах; об организованных торгах; о клиринге — Закон о центральном депозитарии, принятый в первом чтении, входит в этот пакет законодательства об инфраструктуре. И, кроме того, у нас в планах строительство международного финансового центра. В связи со всем этим за ФСФР закреплён вопрос модернизации учетной системы. Есть несколько вопросов, связанных с целеполаганием: это делается для повышения защиты прав инвесторов, для реализации вопросов, связанных с иностранным номини, и ряда других целей. Обсуждая тематику, связанную с центральным депозитарием и центральной учетной системой, пришли к выводу, что должны быть единые поправки в законодательство, может быть, формально разделенные на два закона. А может быть, мы в конце концов придем к выводу о том, что нужен единый законопроект, допустим, направ-



ленный на внесение изменений в Закон о рынке ценных бумаг.

Так или иначе, мы вынесли на обсуждение рабочей группы, созданной при Федеральной службе, концепцию ЦД и фактически некую концепцию учетной системы. На Инвестор.ру эта концепция уже размещена. Ключевым предложением, с которым соглашается большинство участников обсуждения (как ведомств, так и саморегулируемых организаций), является вопрос о торгуемых и неторгуемых частях реестра. Что касается взаимоотношений регистратора и эмитента, то это мы предлагаем оставить в нынешнем состоянии, то есть в виде гражданско-правовых отношений между эмитентом, который поручает регистратору вести реестр, а вторая часть реестра — торгуемая — относится уже к ведению центрального депозитария. Такая концепция заимствована у английского Crest. Мы не копируем модель в целом, а берем некую юридическую конструкцию, которая позволяет нам решить вопрос финализации, то есть подтверждения заключения сделки на уровне центрального депозитария. Мы предлагаем законодательно определить процедуру перехода бумаг из торгуемой в неторгуемую часть реестра.

Термины «торгуемый» и «неторгуемый» я пока употребляю как некий

Алексей Тимофеев

Кто (или что) является политической движущей силой для образования центрального депозитария? Кто главный интересант: бизнес, банковская система, власть? Кто хочет этого больше всех?

сленг, в нашем законодательстве это не будет звучать подобным образом.

С нашей точки зрения, эта конструкция наименее травматична для существующей системы, она фактически оставляет всех субъектов ныне действующей учетной системы на своих местах. За регистратором остаются все вопросы, связанные с корпоративными действиями, со сбором реестра, с раскрытием номинальных держателей. Причем мы предполагаем, что номинальные держатели могут присутствовать как в одной, так и в другой части реестра.

Остается открытым вопрос (его задавал Центральный банк) об ответственности эмитента. Потому что в договорных отношениях находятся эмитент и регистратор, а вот торгуемая часть реестра получается следствием договоров, заключенных между депонентами и центральным депозитарием. То есть имеется некое неравновесное состояние системы.

С другой стороны, возникает еще один ключевой вопрос, который меня просил обсудить Алексей Тимофеев, — это вопрос единственности или множественности таких субъектов, как ЦД.

Сегодня звучала тема реализации некой централизованной системы учета расчетов на рынке. И если обратиться к истории вопросов, то изначально я был сторонником распределенной системы, то есть когда на рынке учета расчетов имели бы место несколько институтов, которые выстраивали бы между собой корреспондентские отношения и тем самым обеспечивали свободный приток ликвидности между различными площадками и предоставляли тем самым необходимый инструментарий для инвесторов. Но в свете последних обсуждений представляется достаточно справедливым, что единственность центрального

депозитария позволяет сделать систему проще. Очевидно проще.

При этом, конечно, на рынке появляется монополист, который требует более пристального внимания, связанного с надежностью, сохранностью информации, с тарифным регулированием. Хотя я думаю, что вопросы тарифного регулирования будут так же важны в случае реализации модели с множеством центральных депозитариев (назовем это условно так). Поэтому я не хочу сейчас предрекать какое-то конкретное решение, я хотел в панельной дискуссии послушать различного рода доводы. В рамках рабочей группы мы не пытались этот вопрос финализировать, мы его хотим поднять на уровень дискуссии в профессиональном сообществе и найти в этом плане консенсус, насколько это возможно.

А. Тимофеев. Консенсус мы как раз сейчас и попытаемся найти, у нас не так много на это времени. Но мне бы хотелось, чтобы кто-то задал вопрос из зала, потому что Сергей Константинович поднял две очень важные и неоднозначные темы: пруденциальный контроль и центральный депозитарий.

С. Харламов. С точки зрения пользы для рынка это сейчас наиболее существенные вопросы, потому что мы связаны жесткими рамками регламентов и сроков, в течение которых должны быть приняты соответствующие поправки. Некий рубикон пройден, оставлять систему в том виде, в котором она существует, нам вряд ли удастся. Прийти к модели центрального депозитария и центрального регистратора как некой противоположной схеме тоже не хотелось бы, потому что это в принципе означает коренную ломку учетной системы. Моделью, которую

я сейчас описал, мы предлагаем некий промежуточный вариант. Вот только вопрос, к какой из точек будет ближе окончательный вариант, хотелось бы обсудить.

А. Тимофеев. Кто (или что) является политической движущей силой для образования центрального депозитария? Кто главный интересант: бизнес, банковская система, власть? Кто хочет этого больше всех?

С. Харламов. Это вопрос комплексный. С точки зрения бизнеса и строительства международного финансового центра мы должны построить систему, которая понятна участникам рынка. Все должны нажимать привычные кнопки, взаимодействовать с теми субъектами, с которыми обычно общаются. Здесь нам, во-первых, важно сделать систему, в которой комфортно было бы любому инвестору.

А. Тимофеев. Подозреваю, что в первую очередь иностранному.

С. Харламов. С другой стороны, мы в данном случае вряд ли копируем какую-либо из существующих учетных систем. Мы находимся во вполне конкретном контексте сегодняшней конфигурации учетной системы. Там существуют проблемы, в частности, проблема финализации расчетов. В первую очередь это касается организованного рынка торговли. Поэтому мы хотим поставить точку и сделать очередной шаг в этом направлении.

Если говорить о том, чем мотивируется продвижение этого законодательства, то вопрос уже поднят на самый высокий политический уровень. Мы сейчас действуем в рамках поручения президента, несмотря на то, что есть ранее существовавшие положения о стратегии развития финансовых рынков, развития финансового центра. Устанавливающих документов много.

А. Тимофеев. В общем, вы ответили на вопрос — это указание президента.

Эдди Астанин. Добрый день. Я также хотел поддержать Сергея Харламова.

Мы сузили тему дискуссии до уровня ЦД, но в целом вопрос стоит, конечно, шире. Основной политический мейн-стрим всех изменений — это мировой финансовый центр. И это правильно.

При всем существующем уровне скепсиса по отношению к МФЦ, я считаю, что это все-таки правильная постановка задачи, потому что чем выше планка, которой мы хотим достичь, тем больше в реальности мы сделаем. Даже если из тех задач, которые заявлены в концепции, реализуется 40-60%, это уже будет ощутимыми изменениями на рынке в пользу участников, инвесторов и эмитентов.

Это абсолютно правильная вещь. Инфраструктура и центральный депозитарий — только одна из частей этой концепции. Понятно, что если расставить приоритеты, то это проблема не самого верхнего уровня. Просто здесь собрались профессионалы, которых эта тема непосредственно касается и чьи бизнес-интересы она затрагивает.

Тем не менее, если говорить о концепции центрального депозитария, предложенной Федеральной службой по финансовым рынкам, то мы её поддерживаем. Абстрагируясь сейчас от названий — НДС, ДКК, — со стороны инвесторов мы имели совершенно четкое понимание того, что если на российском рынке будет один центральный депозитарий, то проблема оценки его рисков как места хранения, как финализации расчетов, как удобства проведения биржевых или небиржевых сделок — это понятный стандарт для иностранных инвесторов.

Для российских инвесторов наличие центрального депозитария менее критично. МФЦ мы создаем в надежде, что к нам придут иностранные инвесторы с их стандартами. Если на рынке есть

центральный депозитарий, то автоматически отпадают проблемы пресловутого правила 17-f-7, отпадают многие проблемы, связанные с движением бумаг через реестры на биржу и с биржи через депозитарий в реестры и обратно. И даже частично снимаются проблемы двойных реестров. Поэтому наличие центрального депозитария как места хранения и регистратора как другого места хранения для инвестора понятно, удобно; и это общепринятая модель.

Сейчас наличие междепозитарных мостов, которое развилось в последнее время, приносит определенный эффект для инвесторов — ускоряется движение бумаг. Но это и дополнительные риски. Инвестор в каждый момент времени не знает, где хранится его бумага, — то ли у депозитария, то ли в кастодиальном банке, то ли в реестре. Эта модель была создана именно как попытка решить проблему ускорения расчетов через реестры. Наличие двух мест хранения — центрального депозитария и реестра — конечно, упрощает и делает более надежной и понятной учетную систему.

Возникает вопрос: что делать, когда по факту существуют два расчетных депозитария? Федеральная служба предложила механизм выбора: либо тендер, либо постановление правительства. Это вопрос обсуждаемый. И в принципе, почему нет. Ведь выбирался же таким путем спецдепозитарий для обслуживания пенсионного фонда. Был тендер, был определенный круг участников, был победитель. И схема работает!

Эдди Астанин

При всем существующем уровне скепсиса по отношению к МФЦ, я считаю, что это все-таки правильная постановка задачи, потому что чем выше планка, которой мы хотим достичь, тем больше в реальности мы сделаем. Даже если из тех задач, которые заявлены в концепции, реализуется 40-60%, это уже будет ощутимыми изменениями на рынке в пользу участников, инвесторов и эмитентов.

Со стороны инвесторов есть оценка этой модели центрального депозитария. Но я не слышал мнения со стороны эмитентов. А им-то как она? Насколько им эта модель интересна, понятна, комфортна, либо она вообще инвариантна для них и не несет ни бенефитов, ни проблем. Мы считаем, что нужно услышать голос эмитентов. И тогда будет более-менее понятная палитра мнений. Есть инвесторы, есть инфраструктура как посредник, есть регулятор и есть эмитент.

Мне кажется, в этой дискуссии не хватает одного голоса.

Михаил Лауфер. Добрый день, уважаемые друзья!

Я позволю напомнить себе последнюю, новейшую историю борьбы за центральный депозитарий. Как вы все помните, интенсивно законопроект стал разрабатываться в 2006 году, и в 2007 году он даже прошел первое чтение в Госдуме. Но тогда, после достаточно широкого обсуждения с профучастниками, с кастодианами, депозитариями, дальнейшего развития этот законопроект не получил в связи с тем, что там нашли очень много критичных неразрешенных проблем. В то же время ни у кого не вызывает сомнений, что нужно совершенствовать инфраструктуру.

Следующая веха, очень важная и правильная, была отражена в концепции создания международного финансового центра, где было сказано, что в рамках МФЦ нам необходимо создание центра-

Михаил Лауфер

Я думаю, в результате совместными усилиями нам действительно удастся модифицировать нашу учетную систему в том направлении, чтоб она отвечала и интересам локальных участников, и интересам иностранных инвесторов, и действительно способствовала созданию международного финансового центра.

лизованной системы хранения ценных бумаг. И это решение, которое выкристаллизовалось с учетом мнения всех профучастников, широких слоев рынка, наверное, на тот момент наиболее полно отражало потребности как российских, так и потенциально международных участников. Буквально месяц назад вновь прозвучала очень правильная идея, что необходимо наконец решить вопрос о доступе расчетных депозитариев к обслуживанию расчетов на всех российских биржах. Эта идея возникла два-три года назад и недавно получила поддержку со стороны регулятора. Я тоже считаю, что это очень правильное движение.

Что мы имеем на сегодняшний день? На сегодняшний день регулятор обнародовал концепцию создания центрального депозитария, которая, мягко говоря, немного отличается от того, что обсуждалось ранее. И на мой взгляд, основная уязвимая часть этой концепции, что она носит некий незавершенный характер. Очень многие вопросы концептуального свойства там не отражены, в результате чего мы пока не можем оценить ее полностью.

То есть идея совершенствования расчетной инфраструктуры поддерживается всеми, я не знаю, кто был бы против. Но дьявол, как известно, кроется в деталях. И некоторые нюансы этой концепции пока не позволяют сделать вывод о том, как ее все-таки реализовать. На наш взгляд, эта модель имеет право на существование, она может быть, наверно, реализована, но задача в том, чтобы действительно обсудить ее с широкими слоями профучастников. И не только эмитентов. И кастодианы должны подключиться, и регистраторы.

Это можно сделать достаточно оперативно, и я думаю, что в результате рынок найдет тот консенсус, ту модель, которую действительно надо реализовывать. Давайте вспомним о целеполагании. Для чего мы все это делаем? Только для того, чтобы принять некий абстрактный закон? Или мы хотим повысить надежность, эффективность этой системы и снизить издержки участников? Если мы хотим реализовать эти задачи, давайте посоветуемся с участниками: а что им, собственно, нужно?

Я думаю, в результате совместными усилиями нам действительно удастся модифицировать нашу учетную систему в том направлении, чтоб она отвечала и интересам локальных участников, и интересам иностранных инвесторов, и действительно способствовала созданию международного финансового центра, который все мы поддерживаем, и все для этого трудимся.

А. Тимофеев. Спасибо большое, Михаил! Очень сильное складывается впечатление, что НДС концепция нравится, а ДКК пока не нравится.

М. Лауфер. Я неправильно понял. Я не могу выразить к ней отношение, поскольку там есть несколько очень серьезных вопросов...

А. Тимофеев. То есть она недоформулирована.

М. Лауфер. Она, на мой взгляд, не закончена.

Жак дер Мегредичян. Есть некоторая категория вопросов, которые надо смотреть не в теории, а в практике.

В общем-то понятно для всех, что если есть модель центрального депозитария, то лучше, когда она правильно сделана и правильно работает. Проблема в том, что мы не стартуем с белого листа.

Первое, что я хочу сказать: центральный депозитарий не является единственной проблемой российского фондового рынка в отношении иностранных инвесторов. Большинство проблем (и не надо их прятать) связаны с корпоративным управлением, с юридической системой. На рынке есть категория ситуаций, в которых западный участник даже не может разобраться. И это уже сложности нашего рынка, несмотря на всю его привлекательность.

Что касается депозитария, то мое видение здесь такое: если бирж может быть десять, и не понятно, лучше десять или одна, то депозитарий точно лучше один, чем пять.

Можно ли жить, когда есть два или три? Да, тоже можно, ничего плохого в этом нет. Но самое важное другое. У нас на сегодняшний момент есть две конкурирующие вертикально интегрированные группы. С моей точки зрения, худшим вариантом для рынка будет, если мы выберем один из этих депозитариев и оставим его внутри группы. Поэтому если мы делаем один ЦД над этими двумя депозитариями — это нормально. Если мы выводим оба депозитария из их групп (как бы это ни было сложно) и делаем на их базе один депозитарий — тоже нормально. Если мы оставляем все, как есть сейчас, то с этим тоже можно жить, это не основная проблема российского фондового рынка.

И с моей точки зрения, самый плохой вариант — если мы оставляем депозитарии в группах, как сейчас, и в то же время выбираем один из двух депозитариев как основной.

Рубен Аганбегян. Я позволю себе чуть-чуть пооппонировать Жаку. Больше ради прикола, чем по сути.

Я согласен с тем, что хотя бы намечился правильный тренд — тренд дви-

Рубен Аганбегян

Россия — достаточно привлекательный рынок, и к нам инвесторы тоже приходят (это уже позитив), но мне кажется, что наш рынок будет намного более привлекателен в случае, если у него будут свои внутренние мощные, долгосрочные инвесторы.

жения документирования серых полей российского законодательства по рынку ценных бумаг. Хотя бы пошел процесс: предложили концепцию — пожалуйста, критикуйте, а если в принципе не нравится, то давайте обсудим другую. Этот тренд мне очень нравится.

С точки зрения оппонирования Жаку, я выскажу такую мысль. Давай посмотрим на ситуацию шире. Мы находимся в мировом конкурентном поле. Биржи находятся в мировом поле — у них есть международные конкуренты, депозитарии находятся в этом поле — у них есть свои конкуренты, российский рынок конкурирует за капитал с другими рынками. Мы можем продолжать оставаться в парадигме, когда мы сидим, не видя большого леса за собственными деревьями, и пытаемся друг друга кусать. Либо мы можем наконец-то увидеть, что, кусая друг друга, мы на самом деле поляну проигрываем, и заняться проблемой того, как эту поляну отыграть обратно. Ни ты, ни я не хотим, чтобы Россия двинулась по пути Аргентины, и весь рынок ушел бы в Нью-Йорк. Бразилия? У Бразилии свой мощный рынок. Мы хотим двигаться по этому пути, с хорошо капитализированной биржей (замечу).

Важно выйти из этого замкнутого круга и посмотреть на то, какие конкурентные преимущества у лондонского рынка, что мы недорабатываем, чтобы сделать, чтобы инвесторы шли к нам. Есть несколько моментов, которые очень важно иметь в виду и учитывать. Главный — это инвесторы.

Мне кажется, что достаточно сложно будет развить МФЦ, просто-напросто создав инфраструктуру рынка, пусть даже великолепную. Очень важно (по-

мимо развития инфраструктуры, помимо расширения продуктового ряда) еще поставить вопрос о нашем внутреннем инвесторе, и не только спекулятивном, который создает обороты на наших уважаемых площадках, но, в том числе, долгосрочном.

В этом смысле и пенсионная реформа, и реформа страхового дела — это очень важные компоненты. Потому что мы знаем: когда эмитенты размещают свои бумаги, они идут туда, где инвестор, потому что они пытаются продать. А инвестору не обязательно идти туда, где эмитент.

Россия — достаточно привлекательный рынок, и к нам инвесторы тоже приходят (это уже позитив), но мне кажется, что наш рынок будет намного более привлекателен в случае, если у него будут свои внутренние мощные, долгосрочные инвесторы. Это еще одно замечание, которое я хотел бы добавить.

И последнее, что я хотел бы сказать по поводу МФЦ, трендов, комьюнити и всего остального. (Честно скажу, мысль не нова.) Какой наш основной актив? Наш основной актив — люди. И эти люди могут быть очень полезны в процессе создания МФЦ и вообще полезны для страны. Мы это видели в кризис. И тем

не менее мы как комьюнити достаточно мало работаем по продвижению знаний о себе и того, зачем мы нужны и что делаем, — как в обществе, так и во власти.

И НАУФОР, и прочие организации, которые нас объединяют, должны, условно говоря, сделать мощный шаг вперед в этом направлении. И мы должны им в этом помогать. Очень важно, чтобы в процессе строительства международного финансового центра был услышан наш голос, а не только голос наших иностранных коллег и иностранных консультантов. Вот сидит Андрей Голиков из Сбербанка. Все знают, что если завтра не будет Сбербанка, то остановится кредитная система, остановятся платежи, будет страшная ситуация с депозитами населения и так далее. Есть ли у общества понимание, что будет, если завтра не будет нас? Мне кажется, что у общества такого понимания нет. Об этом надо рассказывать и продвигать это вперед.

Бернард Сачер. Я хотел высказаться по поводу депозитария с точки зрения иностранца. Система, которая есть сейчас, довольно эффективна. Она работает, все это знают. Но как вы сказали, это уже политический вопрос. Если мы сможем решить его, это будет видно всем. Это действительно откроет дверь новым инвесторам.

Андрей Голиков. Мне кажется, что кувшин панельной дискуссии о центральной депозитарии почти до краев наполнен, и хотелось бы послушать мнение

Жак дер Мегредичян

Центральный депозитарий не является единственной проблемой российского фондового рынка в отношении иностранных инвесторов. Большинство проблем (и не надо их прятать) связаны с корпоративным управлением, с юридической системой. На рынке есть категория ситуаций, в которых западный участник даже не может разобраться. И это уже сложности нашего рынка.

Андрей Голиков

Большую работу провела ФСФР по допуску иностранных ценных бумаг на биржу. За этим направлением будущее. Не хватает на нашем рынке высококачественных активов. Это должно быть интересно пенсионным фондам, должно дать возможность развивать пассивную базу, в том числе и для дочерних иностранных банков.

зала. Я только свои две капли хотел туда добавить и сказать, что самое главное в этом процессе — не смешивать критиканство и критику. Как мне кажется, сейчас очень много критиканства, особенно в профессиональных кругах. ФСФР делает свою работу, у службы есть конкретный документ. И, как мне кажется, наша задача — направить им конкретные поправки, предложения. А их задача — все-таки сохранить открытость дискуссии, которая на сегодняшний день присутствует. Я бы хотел призвать, в том числе, и широкий круг профессиональных участников рынка ценных бумаг вносить через НАУФОР конкретные предложения. Что не нравится, говорите, что нравится — тоже сообщайте. Наши две профессиональные ассоциации — НАУФОР и НФА — обобщат эти предложения и направят в ФСФР. И еще раз все вместе их обсудим.

Второе. Необходимо, чтобы в конце концов мы получили систему, где конечный инвестор чувствовал бы себя абсолютно защищенным, как бы ни складывалась наша судебная система или развивалась политическая система в стране.

Здесь были затронуты другие темы. Рубен назвал Сбербанк кровеносным сосудом. Поэтому очень быстро, тезисно я хотел бы поделиться мыслями о том, в какие жилы мы хотели добавить крови, чтобы оживить финансовую систему. Хотели бы добавить инструментарий, что очень важно и для рынка ценных бумаг, и для рынка в целом, чтобы снизить ту самую сумасшедшую волатильность, которую мы в очередной раз наблюдаем.

Мы очень многое сделали со времен прошлого кризиса по развитию операций репо на финансовом рынке — и

с облигациями, и с акциями. Как нам кажется, очень важно, чтобы те люди, которые не располагают достаточно длинными пассивами и источниками для вложения средств на РЦБ, имели возможность фондироваться под эти операции. Спасибо Центральному банку, колоссальную работу они провели в момент кризиса, и мы их всячески поддерживали в этом начинании. На этот год, как мне кажется, тот проект, который сейчас запустила ММВБ — центрального контрагента, — может быть полезен для широкого круга небольших профучастников. И важно сделать так, чтоб он был жизнеспособен. Конечно, ММВБ важно не просто поставить галочку, что технически возможен этот проект, а действительно работать с участниками. Мы со своей стороны готовы поддерживать эти проекты и уже сегодня мы выставляем двусторонние котировки в тех инструментах, которые там присутствуют. Приглашаем всех активно развивать новый сегмент рынка. С учетом тех больших рисков, которые сегодня существуют, это направление очень важно. Оно даст возможность более широкому кругу профучастников более уверенно и защищенно себя чувствовать.

Второй момент. Большую работу провела ФСФР по допуску иностранных ценных бумаг на биржу. За этим направлением будущее. Не хватает на нашем рынке высококачественных активов. Это должно быть интересно пенсионным фондам, должно дать возможность развивать пассивную базу, в том числе и для дочерних иностранных банков, которые, к сожалению, проводят сейчас ограниченный круг операций. Все зависит от нас с вами.

И третий момент — дальнейшее развитие бенчмарк-индикаторов. За этот год важно придать импульс развитию индексов не только на фондовом рынке, но и на денежном рынке. В частности, важно развивать проект MosPrime Rate (расчет значения ставки рублевых кредитов. — *прим. ред.*).

Кризис показал важность хеджирования риска процентных ставок. Невозможность хеджировать такого рода риски ставит под огромный удар всю банковскую систему.

Михаил Сухов. Если говорить о пруденциальном надзоре, то я не думаю, что опыт Центрального банка по надзору за коммерческими банками должен быть использован при регулировании рынка ценных бумаг. Здесь немного другая логика.

В этом году благодаря поправкам в банковское законодательство нам удалось достигнуть большей открытости банковского сектора. Я думаю, участникам финансового рынка нужно посмотреть на то, что было сделано в банковском секторе. Потому что, на мой взгляд, рыночная оценка структуры собственности банков является дополнительным дисциплинирующим моментом на финансовом рынке. Если нам удастся продвинуться в этом направлении (может быть, не в такой степени, как это удалось в банковском секторе) в отношении структуры собственности других финансовых посредников, через внедрение системы обязательного раскрытия информации о реальных владельцах, то это сможет повысить рыночную дисциплину. И станет одним из тех компонентов пруденциального надзора, которые обычно применяются на рынке ценных бумаг.

С этой точки зрения развитие системы регулирования в банковском секторе, предполагающее жесткие нормативы, наверно, в меньшей степени показано для рынка ценных бумаг. Тем более что мы и сами готовы обсуждать отдельные

формы снятия ограничений. Я имею в виду, что мы и с ФСФР, и с Минфином постоянно возвращаемся к консультациям на тему возможности отмены регистрации отчетов об итогах выпуска акций. Мы готовы делать шаги к тому, чтобы, осуществляя наши административные полномочия, в большей степени учитывать интересы инвестора в этой сфере.

Но надо понимать, что регулятивный контроль финансового состояния и других параметров, связанных с корпоративными инвесторами, тоже должен быть четким. Поэтому нужно, на мой взгляд, находить баланс интересов регулирования и интересов инвесторов.

Я знаю, что эти позиции вызывают интерес, в том числе, ФСФР. Мы это некоторое время назад обсуждали. Хотя надо понимать, что если брать деятельность эмитентов на рынке ценных бумаг, то, несмотря на ряд успешных размещений, которые случились до кризиса, сейчас банки рассматривают фондовый рынок в качестве одной из возможностей капитализации. И всегда рассматриваются альтернативы привлечения средств от стратегических инвесторов (здесь продолжается активность международных организаций). Хотя надо понимать, что этот год будет годом докапитализации банков за счет средств частных инвесторов.

Мы уже наблюдаем интерес со стороны иностранных инвесторов (которые вкладывают деньги в бизнес своих дочерних банков) и увеличение доли нерезидентов на российском банковском рынке на несколько процентных пунктов. Скорее всего, все, связанное с регулированием, будет оцениваться эмитентами с точки зрения возможности других экономических альтернатив. Поэтому фондовый рынок с этой точки зрения тоже должен быть конкурентоспособен.

Наверное, кризис — это не то время, когда нужно добиваться количественных результатов, роста объемов размещений банков. Мы в свое время (до кризиса) предлагали обсудить возможность

обязательности эмиссий крупных банков, размещения крупной доли. Но я не думаю, что сейчас это нужно делать в административном режиме. Тем более понятна еще одна мотивация, на которую ориентируются эмитенты, — это возможность колебаний на рынке ценных бумаг. Понятно, что колебания на рынке ценных бумаг не оказывают никакого влияния на деятельность ни Внешторгбанка, ни Сбербанка. Но для среднего банка (банка даже из конца первой сотни или начала второй) резкие колебания цен на акции могут изменить уровень доверия к банку в целом. Поэтому волатильность рынка — новый дополнительный аргумент, на который будут ориентироваться наши банкиры, осуществляя эмиссии на рынке ценных бумаг. Хотя я могу сказать, что интерес к размещению акций банков по-прежнему сохраняется. Не знаю, насколько он будет реализован в этом году, но интерес есть.

И последний комментарий.

Рубен уже говорил о том, ориентируясь на будущее российского фондового рынка, не нужно забывать об инвесторе, не нужно забывать о российских банках, которые в прошлом году многократно увеличили объем инвестиций на рынке ценных бумаг. Если посмотреть, то в 2009 году на рубль вложений в долговые ценные бумаги у нас было семь рублей кредитов, а сейчас на рубль вложений в ценные бумаги только три рубля кредитов. Кредитный рынок стагнирует, и банки вкладываются в долговые ценные бумаги. Рублевые инструменты будут рассматриваться

Михаил Сухов

Если посмотреть, то в 2009 году на рубль вложений в долговые ценные бумаги у нас было семь рублей кредитов, а сейчас на рубль вложений в ценные бумаги только три рубля кредитов. Кредитный рынок стагнирует, и банки вкладываются в долговые ценные бумаги.

банками с точки зрения ликвидности. И участники рынка тоже должны обращать на это внимание.

Банки — не последние инвесторы на рынке ценных бумаг. А в перспективе, я думаю, их внимание к российскому рынку ценных бумаг будет предопределяться, в том числе, и возможностями хеджирования рисков, процентного риска. И если наш рынок будет по своим возможностям сближаться с возможностями, которые есть на международных финансовых рынках, то это позволит поддержать интерес российских банков к работе на отечественном рынке ценных бумаг.

Жак дер Мегредичян. Дорогие коллеги! Я полностью согласен со всем, что сказал Рубен. Поэтому если он хотел немножко пооппонировать мне, то у меня нет замечаний. Но любую вещь можно сделать правильно или неправильно. И лучшие намерения не оправдывают неправильность действий. Я высказался о том варианте, который, мне кажется, может принести больше минусов, чем плюсов финансовому рынку.

По международному финансовому центру. Еще раз хочу говорить на тему, по которой уже не раз высказывался — это первичный рынок. На сегодняшний момент, если посмотреть на сделки основных инвестиционных банков страны и западных, то увидим, что 80% размещений идут вне России. Если эта тенденция будет продолжаться, то улучшение нашей инфраструктуры станет второстепенной задачей. Наверно, придется работать над улучшением инфраструк-

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.

туры Лондона, Гонконга и других мест. После обеда тяжело думать, поэтому я говорю немножко провокационно.

Тем не менее это не ради провокации, а по сути. Первый важный момент. Никакого международного финансового центра не будет, если основные российские компании будут размещаться за пределами России.

В смысле генерирования длинных денег, однозначно, банки играют большую роль. Но здесь две темы. Первая: длинные деньги, о которых думают участники финансового рынка, — это все-таки пенсионные деньги, страховые деньги и так далее. Поэтому здесь я опасаясь того, что после финансового цунами, которое мы пережили, и некоторых глупостей, которые были сделаны как на очень развитых рынках с двухсотлетней историей, так и на более новых, эти деньги уйдут в менее рискованные инструменты типа депозитов. И у нас вообще этих денег не будет на рынке, так что с темой финансового центра будет еще сложнее. Потому что без длинных денег, как Рубен правильно сказал, никакого финансового центра быть не может. Нужны и спекулянты, но нужны и долгосрочные инвесторы. А если все будут сидеть в депозитах, то ничего хорошего ожидать от рынка не надо.

С точки зрения западных инвесторов, конечно, есть формальные причины для того, чтобы не выходить на российский рынок. Но есть и риск как таковой. Я думаю, нам надо продолжать делать усилия, объяснять, что финансовый рынок России менее непредсказуем, чем кажется, что негативное покрытие, которое есть у России в целом на Западе (финансового рынка в том числе), должно меняться. Это должно меняться усилиями всех — и регулятора, и участников рынка, и политиков. У нас есть

пространство для улучшений, но есть и много привлекательного. И это на сегодняшний момент недостаточно видно.

Следующий пункт — правила игры. Мне кажется важным, чтобы в развитии рынка мы не шли слишком далеко. Не уходили бы, например, слишком далеко с темой аффилированности и так далее. Надо посмотреть на западный опыт. Там есть, в том числе, возможность ограничить некоторые неправильные действия, просто ставя определенные ограничения, просто обязывая брокеров, которые работают с управляющей компанией, исполнять заказ на бирже, а не на внебиржевом рынке. Но сегодня у нас некоторые из правил игры, мне кажется, еще более жесткие, чем на некоторых западных площадках.

С точки зрения общего фона, мне кажется, что к некоторым формам закона Гласа-Стигалла мы должны прийти. Что происходит? Есть универсальные банки, которые надо спасать, потому что они имеют экономическую или социальную роль, огромный портфель кредитов, десятки миллионов счетов. Их спасают, а потом происходит следующее: вместо того чтобы выдавать кредиты, банки направляют деньги либо на покупку валюты, либо на покупку ценных бумаг. И получается неравная конкуренция. Поэтому, я думаю, в какой-то степени (это уже не про российский рынок, а про рынки в целом) неизбежно ужесточение банковского регулирования. Никакая страна не может позволить себе второе спасение банковской структуры, потому что социально это будет непродвинуто.

С точки зрения состояния рынка в целом ситуация у нас сейчас непростая, рынок очень нервный. Мне задавали вопросы о том, что произошло в Америке. Никто до конца не знает, что же произошло: или нажали не на ту

кнопку, или поставили три нуля больше. Но, так или иначе, акции Apple упали с уровня 260 к уровню ниже 200, а потом закончили на уровне 240. Какой бы ни была причина, это неправильно. Не могут возникать такие потрясения без никаких новостей.

А. Тимофеев. Тем более что скачки цен происходили в течение нескольких минут.

Ж. Мегредичян. И это не потому, что Стиву Джобсу стало плохо. Неправильно, когда происходят такие вещи.

Фон в целом остается достаточно напряженным. Реально существует много фундаментальных вопросов, которые на сегодняшний момент не поднимаются, но которые я считаю очень важными. Никто не говорит, например, что «Голдман Сакс» [помогавший правительству Греции подготовить финансовую отчетность. — прим. ред.] делал что-то неправильное с точки зрения буквы закона. Но возникает большой вопрос: если можно обмануть всю Европу, скажем так, искажая отчетность и не нарушая при этом регуляцию, то когда мы смотрим на финансовую отчетность, то мы в этом случае на что смотрим? О чем речь идет?

Есть, конечно, несколько плюсов. В мире много денег. И не очень много альтернатив тому, куда они могут вкладываться. Думаю, что для финансового рынка это неплохо. Есть, может быть, некоторый перегрев финансового рынка в Китае. Но в Азии рост экономики реально присутствует. И это тоже определенный плюс.

Есть плюсы и у российского финансового рынка. Я считаю, что на общем фоне он остается привлекательным и относительно недорогим. ■