

# Вернуть позиции

**9 ДЕКАБРЯ 2011 ГОДА НАУФОР ПРОВЕЛА В КАЗАНИ КРУГЛЫЙ СТОЛ «РОССИЙСКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК, ИЗМЕНЯЮЩЕЕСЯ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВО»**

Перед участниками выступили: заместитель руководителя ФСФР России Александр Синенко, заместитель руководителя РО ФСФР России в ВКР Эдуард Салахов, председатель Правления НАУФОР Алексей Тимофеев, директор центра развития фондового рынка Юрий Данилов, начальник управления по взаимодействию с ключевыми клиентами ММВБ-РТС Александр Агеев.

## Капитал движется против экономических теорий

Юрий Данилов, директор фонда «Центр развития фондового рынка»

Российский рынок сильно зависит от трендов глобального рынка капитала. А на глобальном рынке капитала сейчас наблюдается процесс, противоречащий (с точки зрения направления потоков капитала) экономической теории.

После азиатского кризиса 1997–98 годов произошел разворот потоков глобального капитала: если до кризиса сберегали деньги развитые страны, а инвестиционные проекты находились в развивающихся, то после азиатского кризиса все поменялось местами. Избыток денег на развитых рынках привел к строительству «пирамид» с ипотечными бумагами, предложению ипотечных кредитов тем, кто

заведомо не мог вернуть эти деньги, а также к дефициту надежных инструментов. Спрос на надежные инструменты, в первую очередь государственные ценные бумаги, стал расти. Соответственно, начал расти и их выпуск. И в какой-то момент соотношение государственного долга и источников его погашения превысило допустимые пределы — отсюда и произрастает кризис в Греции, отсюда вырос ипотечный кризис в США.

Развернутся ли эти глобальные потоки капитала? Пока они не развернулись в правильном (с точки зрения законов экономики) направлении, будут создаваться предпосылки следующего, еще более мощного кризиса. Он может начаться и через десять лет, потому что текущий кризис вряд ли снимет все противоречия, вызванные разворотом.

Последние падения на российском рынке имели ярко выраженный политический характер. Но гре-



ческие проблемы сделали нашему рынку «подарок»: из-за близости экономик Греции и Кипра (на котором сосредоточено много российских денег) греческий дефолт спровоцировал вывод российских средств и с Кипра — и влияние этих денег оказало поддержку нашему рынку в период кризиса. Наши биржевики удивлялись: откуда такой большой спрос со стороны частных инвесторов, когда весь рынок падает? Особенность офшорного бизнеса заключается в том, что, как правило, деньги выводятся в наличной форме, что и объясняло покупки, совершаемые как бы частными инвесторами.

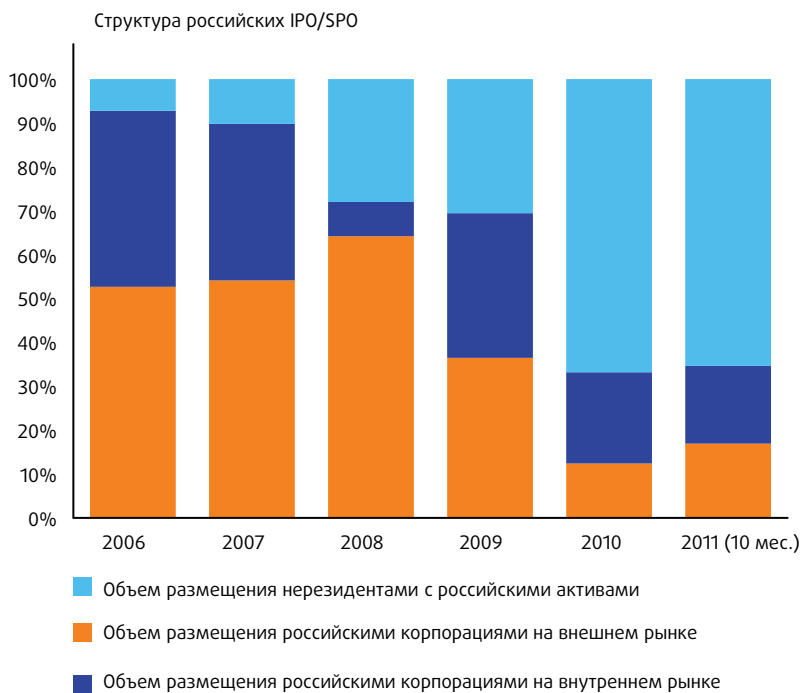
Та катастрофа, которая сейчас происходит с IPO в России, очень негативно

сказывается на перспективах рынка акций (рис. 1). Уничтожение рынка IPO ведет к сокращению и объема торговли, и всей капитализации. Мы проигрываем конкурентную борьбу не только Китаю, Бразилии, Индии, но и Польше. Потому что Польша начала развивать внутреннего институционального инвестора, прежде всего пенсионные фонды, которые формируют наиболее активный спрос при IPO.

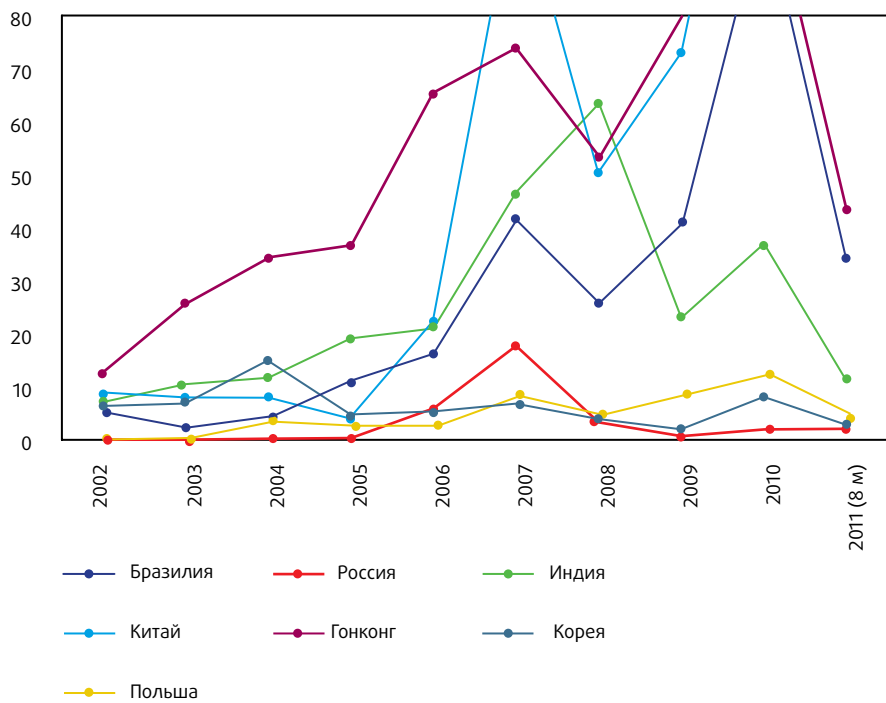
К сожалению, сейчас Россия теряет свои конкурентные позиции. Причина низкого спроса на IPO заключается в неразвитости наших институтов коллективного инвестирования. Нет частного инвестора, нет фондов — нет и рынка.

Что у нас происходит с внутренним спросом? Покупка недвижимости в течение ряда лет является одним из самых крупных объектов сбережения для граждан, чего нет ни в одной стране мира (рис. 2). И только в России покупка ценных бумаг в структуре сбережений населения близка к нулю. В России нужна внятная государственная политика регулирования внутреннего спроса населения на инструменты фондового рынка, политика по развитию инструментов секьюритизации. Например, чтобы граждане при покупке недвижимости или земли в инвестиционных целях делали это не напрямую, а через покупку ценных бумаг, за которыми стоит недвижимость.

Рисунок 1. ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК АКЦИЙ: ПОТЕРЯ КОНКУРЕНТОСПОСОБНОСТИ



Объем IPO на внутреннем рынке, млрд. долл.



Те инициативы, с которыми НАУФОР выступала по поводу введения инвестиционных консультантов, по оптимизации требований к капиталу профучастников, очень правильны и полезны. Безусловно, должны быть задействованы налоговые механизмы.

### Контроль за участниками рынка будет реформирован

Александр Синенко, заместитель руководителя ФСФР России

Для иностранных инвесторов признаком того, что можно приходить, является наличие активного внутреннего институционального инвестора. У нас сейчас в промежуточной стадии находятся девять проектов федеральных законов, которые должны работать на создание внутреннего долгосрочного национального инвестора.

Прежде всего это закон о пруденциальном надзоре. Контроль за участниками рынка будет очень серьезно реформирован. То, что сейчас реализовано в банковском секторе, будет в той или иной степени перенесено на финансовый рынок. В этом законе, прошедшем первое чтение, есть принципиальное решение о создании компенсационных фондов. Уже показала свою эффективность работа Агентства по страхованию вкладов, и такой же механизм нам нужен на фондовом рынке. Но организован он может быть по-разному.

Крайне интересен законопроект, связанный с совершенствованием регулирования деятельности членов органов управления в коммерческих организациях — акционерных обществах, обществах с ограниченной ответственностью. Этот закон, по нашему мнению, повысит ответственность участников советов директоров, заставит относиться к своим обязанностям максимально профессионально. Риск наличия гражданско-правовой ответственности, возмещения убытков в связи с неразумными или недобросовестными действиями членов совета директоров, членов коллегиаль-

Рисунок 2. ДИНАМИКА СБЕРЕЖЕНИЙ НАСЕЛЕНИЯ И ИХ СТРУКТУРЫ

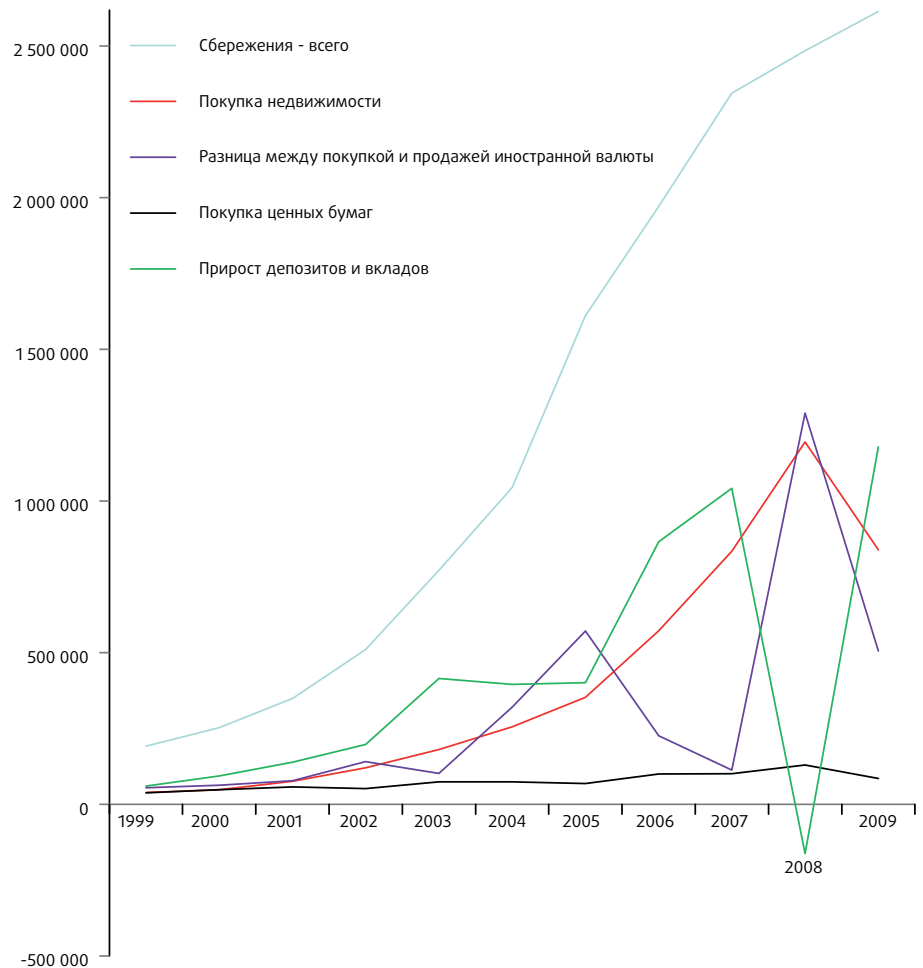
ных органов управления, генерального директора — все это будет лишним раз стимулировать управленцев действовать профессионально каждый день.

Из глобальных тем — важно наше дальнейшее продвижение по пути либерализации эмиссионных процессов. Уже больше года назад в первом чтении принят очень интересный закон, который позволит распространить режим биржевых облигаций на акции. Это достаточно смелый шаг — без государственной регистрации позволить осуществлять выпуск акций через биржевые механизмы и выходить в упрощенном порядке на финансовый рынок.

Могу подтвердить, что в области эмиссии очень серьезно обсуждаются дальнейшие шаги вплоть до отказа от самого «святого» — обязательной тотальной государственной регистрации выпусков ценных бумаг. Этот инструмент является краеугольным камнем нашей компетенции и идеологии. Идеологию, согласно которой любая эмиссионная ценная бумага должна пройти через проверку ФСФР, мы пересматриваем. В 2008 году по облигационным займам произошло больше 200 дефолтов, при этом все облигационные выпуски прошли полноценную государственную регистрацию. А по биржевым облигациям случились один или два дефолта, а эти инструменты государственной регистрации не проходили.

Этот пример убедительно говорит о том, что нужно последовательно двигаться в сторону отказа от государственной регистрации по тем выпускам, по которым это возможно. И мы планируем задействовать в этом вопросе потенциал саморегулируемых организаций и бирж.

Основной прорывной вещью, на мой взгляд, является вопрос урегулирования допуска иностранных ценных бумаг. У инвестора и иностранного эмитента есть несколько способов выхода на наш рынок. Первый способ — через депозитарные расписки, как это сделал «Русал». Второй способ — прямой допуск ино-







странных ценных бумаг к организованному обращению. Есть уже пример — успешное размещение белорусских ценных бумаг. Недавно ФСФР России зарегистрировала проспект ценных бумаг очень крупной транснациональной компании канадского происхождения, которая пришла к нам с двумя долгосрочными рублевыми выпусками на сумму порядка 20 млрд.

Подготовлен проект приказа о возможности разнесения убытков от инвестирования средств, зафиксированных негосударственными пенсионными фондами по счетам клиентов. В 2008 году ФСФР России заняла позицию о невозможности разнесения убытков, и впоследствии эта позиция, возможно, предельно жесткая, была подтверждена судами. Но в дальнейшем мы решили подойти к решению этой серьезной проблемы комплексно и более аккуратно.

Сейчас ФСФР России продумывает возможность возвращения налоговой нормы, освобождающей от налогов долгосрочных инвесторов ценных бумаг.

Вопросы налогообложения по разным причинам всегда решаются болезненно. Но мы надеемся, что сможем решить этот вопрос, тем более у нас есть поручение от президента по результатам его встречи с представителями иностранных инвесторов — разработать меры, стимулирующие наш внутренний рынок. В рамках этого поручения ФСФР России и будет поднимать вопрос о возврате к этой налоговой льготе. Удается ли здесь же решить вопрос по возврату льгот для ЗПИФов — сложно сказать. ■



