

Результаты не равны усилиям

РЕПОРТАЖ С ЕЖЕГОДНОЙ КОНФЕРЕНЦИИ НАУФОР «РОССИЙСКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК 2012: ЛИЦОМ К ОТЕЧЕСТВЕННОМУ ИНВЕСТОРУ»

Капитализация российского рынка упала примерно на 19% в прошлом году и сейчас она составляет всего 2% в глобальной капитализации. Но большее разочарование вызывает даже не падение капитализации, а ее плохое качество и дальнейшее ухудшение этого низкого качества.

Круглый стол: «Ключевые вопросы развития финансового рынка и индустрии»

Участники: Олег Вьюгин (МДМ-Банк); Алексей Тимофеев (НАУФОР); Рубен Аганбегян (ММВБ-РТС); Сергей Аврамов (БНП Париба); Эдди Астанин (НРД); Сергей Барсуков (Минфин РФ); Андрей Белинский («Олма»); Константин Корищенко («Меррилл Линч Секьюритиз»); Жак Дер Мегредичян; Гарри Минх (Администрация Президента РФ); Олег Михасенко (БКС); Дмитрий Панкин (ФСФР России); Виктор Ремша (ФИНАМ); Борис Синегубко («Ю Би Эс

Секьюритиз»); Денис Соловьев («Альфа-банк»); Владислав Стрельцов (Госдума РФ); Василий Фроловичев («Ренессанс Капитал»); Елена Хисамова («ВТБ Капитал»).

Олег Вьюгин. Наша конференция проходит на фоне ярких событий и в России, и в мире: всех волнует тот факт, что улучшения, которого ожидали на финансовом рынке, не происходит. Наоборот, множится количество вопросов, на которые пока нет ответов. Ситуация в еврозоне сказывается на рынках, все развивающиеся рынки падают, выигрывает от этого экономика США: их огромный долг (большой, чем у еврозоны)



можно спокойно финансировать, а это означает, что американские корпорации чувствуют себя хорошо.

Сегодня мы больше будем говорить о российском фондовом рынке, и я передаю слово Алексею Тимофееву, а потом сформулирую несколько опросов, которые хочется обсудить.

Алексей Тимофеев. Попытаюсь охарактеризовать ситуацию на российском фондовом рынке в целом.

Наш рынок потерял около 19% в капитализации в прошлом году, хотя цены на нефть (наш основной экспортный товар) находились в относительно удовлетворительном состоянии. Капитализация рынка сейчас ниже 780

млрд долларов, это всего 2% в глобальной капитализации. Но большее разочарование вызывает даже не падение капитализации, а ее плохое качество и дальнейшее ухудшение этого низкого качества. Доля десяти наиболее крупных эмитентов составляет 62% нашей капитализации, а из них 51% приходится на бумаги компаний нефтегазового сектора. То есть поведение всего нашего рынка зависит от положения дел всего в этом одном секторе экономики, и в течение 2011 года мы не только не добились прогресса в этих показателях, а ухудшили их. Эти же десять компаний составляют и 85% всего российского биржевого оборота, при этом только на акции Газпрома и

Сбербанка приходится половина этого оборота.

Российские биржи в прошлом году продемонстрировали регресс в конкуренции с западными: с 25 до 31% увеличилась доля инструментов, обращающихся за рубежом в форме депозитарных расписок. Это без учета оборота по бумагам в принципе российских эмитентов, но решивших создать иностранные холдинги и разместиться полностью на западных рынках.

К настоящему времени уже 26 эмитентов приняли решение отказаться от привлечения средств на российском фондовом рынке и использовать схему создания иностранных холдингов для



проведения IPO, которая впервые была обкатана при размещении US RusAL в 2009 году. По итогам 2011 года можно сказать, что российский первичный рынок был закрыт, тогда как мировой первичный рынок активно развивался. А ведь состояние первичного рынка показывает, выполняет ли фондовый рынок свою роль источника финансирования национальной экономики. Только три компании провели IPO в России в 2011 году. Семь российских компаний использовали для проведения IPO схему создания иностранных холдингов.

Чтобы эта негативная тенденция не продолжалась, нужны решительные действия.

Вторая проблема российского фондового рынка — это слабый внутренний инвестор. К концу 2011 года 780 тысяч граждан инвестировали свои средства на фондовый рынок индивидуально через брокеров и около 550 тысяч числились в инвесторах инвестиционных фондов. Это около 1% российского населения, это очень мало.

Индустрия профессиональных посредников на фондовом рынке уменьшается третий год подряд, примерно на 10%, и главным образом — за счет ухода небольших компаний. Это результат не столько рыночных условий, сколько регулятивных недостатков. Регулирование должно позволять компаниям развивать бизнес, обеспечивая финансовыми услугами своих клиентов. А нынешние условия этого не обеспечивают.

Структура индустрии показательна — более половины компаний, оказывающих посреднические финансовые услуги, одновременно являются и брокерами, и депозитариями. Это говорит о том, что в России отсутствует место для небольшого бизнеса на рынке финансовых посредников. Хотя в мире дело обстоит как раз наоборот — до 70% финансовых посредников не хранят активы клиентов сами,

а предоставляют это более крупным брокерам. Именно такая модель обеспечивает разветвленную систему работы с внутренним инвестором и привлечения средств в финансовые центры.

Чрезвычайно ограничительные требования к инвестированию активов негосударственных пенсионных фондов также не позволяют в должной мере использовать их потенциал для развития рынка. Если быть откровенными, то индустрия НПФ не покинула стартовой позиции и не достигла показателей, на которые мы могли бы рассчитывать.

Олег Вьюгин. Алексей представил исчерпывающую картину, которая показывает, что возникли тенденции ухудшения положения российского рынка в глобальной системе борьбы за капитал. Уход эмитентов в виде холдингов на иностранные площадки, сокращение активности внутреннего инвестора в целом говорит о том, что реально конкурентоспособность российского рынка не растет.

Вопрос: что мешает?

Мешает, во-первых, зарегулированность первичного рынка. Эмитенту легче провести первичное размещение не в России. Задача — дерегулировать этот рынок так, чтобы первичное размещение в России было понятным, простым и конкурентным по сравнению с тем, как это происходит на других площадках.

Во-вторых, необходимо направить средства пенсионных фондов на рынок акций, — так, как это происходит во всем мире. Это бы резко увеличило ликвидность.

Надо, кроме того, создать механизмы и стимулы для развития негосударственных долгосрочных инвесторов, аккумулирующих частные пенсионные и страховые накопления. Это в основном связано с налогами и некоторыми законодательными инициативами.



Четвертое — надо модернизировать инфраструктуру и привести ее в соответствие с международными стандартами или даже превзойти их по качеству. Эта тема связана с созданием центрального депозитария и современной системы учета и хранения ценных бумаг, привычной для большинства мировых инвесторов, и одновременно с достаточно серьезным пересмотром инструментария и методов торговли. Это не просто Т+3, это перестройка всей деятельности посредников на финансовом рынке.

Ну и пятый тезис — это система регулирования финансового рынка, и в частности фондового рынка в России. Какая роль должна быть у ФСФР, у Центрального банка. Как они должны вписываться в систему органов государственной исполнительной власти. Сильный, интересный рынок должен быть поддержан достаточно сильным, эффективным регулятором.

Есть и другие точки зрения, например, что две крупнейших компании — Газпром и Сбербанк — обеспечивают половину ликвидности всего фондового рынка, а другим российским компаниям по целому ряду причин не интересен российский рынок или вообще публичный статус. В нашей экономике преобладают крупные государственные компании с мажоритарными акционерами, они всегда могут занять деньги у крупных банков за рубежом, поэтому рынок капитала не является для них приоритетом. Маленькая компания может пойти на Варшавскую биржу. Получается, не факт, что все наши усилия удерживать рынок здесь приведут к большим результатам. Это, может быть, сказывается и в том, что все хорошие начинания реализуются очень медленно. Это не провокация, но хотелось бы, чтобы руководитель службы по финансовым рынкам откликнулся на такие (не очень приятные) слова.

Дмитрий Панкин (руководитель ФСФР России). Те проблемы, о которых мы сегодня говорим, новыми для нас не являются. И хотелось бы провокации, да нет ее. Рецепты в принципе понятны.

Можно согласиться, что ключевая проблема — это отсутствие внутреннего долгосрочного инвестора, и это ситуация с НПФ: они не играют у нас той роли, которую играют в других странах. Я добавлю еще ситуацию со страховыми компаниями. У частного инвестора нет налоговых стимулов, побуждающих идти на рынок ценных бумаг. А если посмотреть на статистику последних 5–10 лет, то рациональный вывод один — клади деньги в госбанк и забудь про фондовый рынок.

Делаются очень важные шаги, я считаю. Это и центральный депозитарий, и центральный клиринг, и репозитарий. Надо заниматься вопросами предложения ценных бумаг. Это и облегчение условий эмиссии — стандарты эмиссии, объем информации, который позволяет получить информацию о компании, раскрыть риски, но не приводит к излишней бюрократизации. Но есть и опасение, что если регулятор полностью передаст эту функцию рынку, то появится масса дутых размещений, «фантиков», что не приведет к здоровому, устойчивому рынку.

Приватизация, проведенная на российском внутреннем рынке вкупе с дополнительными средствами, которые ожидаются в ближайшее время из ВЭБа по пенсионным накоплениям (это очень серьезные деньги), может дать толчок качественному росту рынка.

Если говорить о качественном росте, то средства НПФ, которые в ближайшие годы будут выходить на рынок, и проведение приватизации на внутреннем рынке — это два момента (плюс создание центрдепа), кото-





рые дают основания для умеренного оптимизма.

Олег Вьюгин. Имеет смысл обсудить еще одну идею — протекционизм: проведение приватизации долей государственных компаний исключительно на внутреннем рынке. То есть мы говорим о возможности приобрести обыкновенные акции долей российских государственных компаний специально только на внутреннем рынке. Иностранные инвесторы, которые этим интересуются, должны открыть счета здесь и совершать операции только в российской инфраструктуре.

Есть еще и другая проблема: это допуск международных центральных депозитариев к счетам номинального держания в российском расчетном депозитарии. Это вопрос об открытии рублевых счетов для международных центральных банков в российском Центральном банке. Это касается валютного рынка и так далее.

Как мы должны пользоваться такими инструментами, придерживаться ли политики протекционизма по этим вопросам?

Константин Корищенко (глава российского офиса банка «Мерилл Линч»). Откликнулся на фразу, что провокаций нет. Доклад, который был представлен Алексеем Тимофеевым, провоцирует повесить табличку: «Райком закрыт. Все ушли на фронт».

Проблема заключается в том, что инвесторы и эмитенты нашли способы, как повстречать друг друга без большого нашего участия как финансовых посредников (или с уменьшающимся нашим участием). Необходимо ответить на вопрос, кто на ближайшие пять лет будет развивать рынок — российский инвестор или иностранный? Из того, что представил Алексей, шансов, что это будет российский инвестор, не так много.



Часто я слышал в дискуссиях вопрос: для чего у нас рынок? Для того чтобы эмитентам можно было легче поднять деньги в виде займов или IPO. Если удобнее взять деньги за границей, то давайте делать так, чтобы это было удобней. Есть мнение, что Россия — сырьевая экономика, у нас есть нефть, газ, золото, руды, и мы на этом всегда выживем. Мне это кажется заблуждением. Даже самая крупная компания без адекватного обеспечения финансовыми ресурсами сможет прожить очень недолго. Поэтому пути развития в моем понимании достаточно просты.

Первое — сделать так, чтобы российские компании были различными способами заинтересованы привлекать капитал на локальном рынке. А для иностранных инвесторов был бы сделан «хайвей», по которому они могли свободно перемещать свои капиталы внутрь или наружу.

В завершение хочу сказать, что работа над инфраструктурой — важная вещь. Но если инфраструктура — это такой очень удобный домик, который мы строим где-то в лесу, куда не проедет даже трактор, то никто в этот домик не придет.

Усилия, направленные на развитие инфраструктуры, крайне важны, но ключевые элементы рынка — эмитенты и инвесторы, российские и международные. Без ответа на вопрос, как нам объединять их с помощью локальной инфраструктуры, изменений в той печальной картине, которую представил Алексей Тимофеев, не будет.

Жак Дер Мегредичян. Во-первых, протекционизм. Если есть реальное желание построить сильный международный финансовый центр, то некоторая доля грамотного протекционизма будет обязательной. Просто любую вещь можно сделать правильно или неправильно.

Как сказал Константин Корищенко, важную роль будут играть международные инвесторы и российские корпорации. Эти две категории. На сегодняшний момент для западных инвесторов более удобно торговать в ADR. И это совершенно не означает, что не надо делать правильные шаги. Российским корпорациям нравится выходить на международные рынки, потому что это престижно и у них есть понимание, что там они смогут поднять больше денег, в какой-то степени иметь не только free float, но и часть своей собственной доли в капитале в ADR. В этом случае российские владельцы чувствуют себя более спокойно.

Поэтому приватизация может быть правильным моментом для того, чтобы показать успешность проведения ее в России. Очень хотелось бы, чтобы она состоялась на российском фондовом рынке, а не в Гонконге, Лондоне и других точках.

Для этого надо быстрее делать серьезные усилия. И надо понять, есть ли реальное желание создать в России сильный международный финансовый центр.

Если есть, то это означает, что сюда в какой-то момент должны приходить иностранные компании и поднимать здесь деньги, и сюда должны приходить международные инвесторы. Но чтобы это произошло, нужно делать правильные шаги. Если все «откроем» сейчас, то все уйдет туда.

Я хотел бы напомнить об еще одной вещи: крупнейших международных инвесторов волнует слишком большое присутствие государства в нашей экономике. Второй негативный момент — это коррупция и проблема в корпоративном управлении. Последний пункт — это появление правильных законов, их исполнение и независимые суды.

Олег Вьюгин. Специалисты по пенсионным фондам, в частности, Михаил

Дмитриев (экономист, президент Центра стратегических разработок. — *Прим.ред.*), предрекают бурный рост пенсионных накоплений в стране. Я в это тоже верю. Вопрос только в том, как простимулировать «длинные» инвестиции. Надо дать фондам возможность держать такие пакеты, не сбрасывая их каждый год. И иметь справедливое налоговое регулирование, слово «льготы» язык не поворачивается сказать.

Когда хотят развить какой-то рынок, то всегда прибегают к следующим вещам — определенная защита рынка, поскольку он еще не сформировался как конкурентный, и либо демпинг, либо поиск идеи, которая может быстро привлечь к нему заинтересованных.

В связи с этим у меня вопрос. Что надо предложить, чтобы, как сказал Константин Корищенко, появился «хайвей» на этот рынок? Сегодня весь бизнес строится на основе создания механизмов выхода из российской инфраструктуры в другие. А нужен механизм, который бы, наоборот, «засасывал» интересанта сюда. Вопрос, как это сделать?

Денис Соловьев. Все рынки, на которых имеются большие обороты и куда идут инвесторы извне, — это рынки с внутренним инвестором. Для Польши таким внутренним инвестором являются пенсионные фонды, и не только НПФы, но и крупные государственные пенсионные фонды. То же на скандинавских рынках. В России такого сильного внутреннего инвестора нет.

Как инвестиционный банкир могу сказать, что когда мы размещаем акции эмитента, то предлагаем их там, где достаточно денег для того, чтобы получить адекватную ожиданиям цену размещения. Естественный выбор делается в пользу рынков, на которых эти ожидания удовлетворяются.

В России внутренний инвестор мог бы быть создан путем изменения госу-





дарственного регулирования пенсионных фондов, чтобы накопления могли быть инвестированы на рынок. Тогда, возможно, и приватизация, которую мы планируем, была бы выгодной для всех и решала не только проблемы реструктуризации государственных отраслей экономики.

Сейчас есть угроза, что приватизация произойдет, а роста рынка все равно не случится, потому что просто состоится перераспределение денег, а на рынок ничего не попадет.

Нужно совершить определенный набор действий, в том числе регуляторного плана, чтобы сделать эти размещения успешными, чтобы они дали инвестору какие-то инструменты для инвестирования.

Еще одна тема. У нас только-только начинает формироваться культура выплаты дивидендов. Мне кажется, было бы правильным сформировать такую культуру, может быть, даже на уровне регулирования.

Рубен Аганбегян. Жак дер Мегредичян сказал, что для иностранных инвесторов останется удобней формат торговли в ADR. Я бы сказал, что не останется. Если мы посмотрим на долю российского бизнеса на Лондонской бирже, то увидим, что де-факто Лондонская биржа является неким англо-российским бизнесом.

История наших реформ (или нереформ) очень проста — это устойчивый выгон нашего рынка за границы нашей родины. Определенное количество системных действий с нашей стороны в этом направлении может тренд изменить. Для участников рынков и всех остальных более логична система торговли на локальных рынках. Но для того, чтобы это произошло, локальная торговля должна стать удобной

Является ли размещение российской компании Яндекс через голландский холдинг на Нью-Йоркской фондовой бирже проектом построения МФЦ? По

моему мнению, нет. А есть большое количество людей, причем высоко во власти, которые считают, что является! Переток наших эмитентов в иностранные холдинги, активное их размещение на Лондонской бирже и рост доли российских эмитентов на Лондонской бирже является ли примером успеха проекта МФЦ — или не является? Я знаю людей, которые считают, что является. Поскольку они считают, что задача проекта МФЦ — дать возможность русским эмитентам любым способом (не важно каким) успешно привлекать капитал, акционерный и долговой.

Проект МФЦ — это все-таки построение финансового центра в Москве со всеми сопутствующими атрибутами. В этом смысле дискуссия о том, где приватизировать, становится просто бессмысленной. Можно дискутировать на другие темы — когда распускать GDR, когда допускать «Евроклир» с «Клистримом».

Мне кажется, у нас сейчас произошла достаточно сильная задержка в области реформирования. Все отдалось теме центрального депозитария в прошлом году, и она реально была тяжелой, потребовала огромного количества усилий с разных сторон. Но мне кажется, надо срочно возобновлять прочую работу.

Относительно идей для нашего рынка. Есть два пути. Первый — это «особый путь России», поэтому у нас T+0, и в этом формате безопасно рассчитываться, как нигде в мире. Но непонятно, почему весь мир работает по-другому?

Не нужно уникальности в этом вопросе. Экономическая мощь нашей страны позволяет создать мощный финансовый рынок без поиска ниши. И это то, что может послужить мощнейшим магнитом возврата ликвидности сюда. Почему иностранным инвесторам невыгодно здесь торговать? Чтобы здесь торговать, нужно что-то



изучить. И у них возникает вопрос «зачем?» Если здесь появится внутренний инвестор и какой-то капитал, то, соответственно, будет за чем сюда идти. Ликвидность дает стабильность, потому что внутренний инвестор, про которого мы все время говорим — это длинные деньги.

Михаил Эгонович [Дмитриев] говорит о том, что даже без реформ у нас будет мощнейший рост базы пенсионных фондов. Надо дать этой базе возможность инвестировать здесь. Можно создать конкурентный процесс инвестиций. Не обязательно это делать через госинвестиционную корпорацию.

Еще одна тема, о которой я хотел сказать — это налоги. Наша дивидендная и налоговая политика выгоняет эмитент в офшорные холдинги. Вот история с налогами на евробонды. Сколько Минфин сегодня собирает налогов на евробондах? Скажу вам — ноль! Зачем у нас эта налоговая вещь, если мы получаем от нее ноль налогов? Та же история с дивидендами! Почему менее выгодно переводить деньги в русский холдинг? Мы ж сами гоним наши компании туда, в том числе налоговой политикой. Обязательно с точки зрения МФЦ нужно пересматривать налоговую политику.

Виктор Ремша. Мне кажется, нужно признать, что инвестиционная индустрия и вся отрасль находятся в кризисе. Фондовый рынок — это привилегия, которая доступна избранным государствам со сбалансированным структурами управления (налоговой, правоохранительной, судебной и так далее). То, что у нас на сегодняшний момент есть фондовый рынок — это чудо, которое выдано авансом. Это аванс со стороны иностранных частных инвесторов.

Но аванс закончился. Студент подрос, и, в общем-то, ничего из него не получилось. Поэтому рынок и уходит. А не получилось потому, что было

отношение к фондовому рынку как к чему-то само собой разумеющемуся.

Если за садом не ухаживать, он дичает, его плоды становятся все меньше и меньше. На сегодняшний момент фондовый рынок никому не нужен, давайте говорить честно.

Олег Вьюгин. Действительно мировая финансовая индустрия переживает сейчас не лучшее время. Это в каком-то смысле кризис и регулирования, и вообще переосмысления роли финансовых институтов в процессе перераспределения инвестиций. Поэтому вполне можно понять такую пессимистическую точку зрения.

Но настроением настроением, а капитал в мире должен перераспределяться. Пока фондовые рынки являются одним из крупнейших игроков в этом сервисе.

Сергей Аврамов. Я хотел бы попытаться ответить на вопрос: что сейчас думают иностранные инвесторы, иностранные банки в отношении российского фондового рынка?

Одним из иностранных инвесторов является наш банк. В прошлом году рассматривался вопрос серьезного выхода группы BNP Paribas на российский рынок ценных бумаг. Нас попросили серьезно проанализировать вопрос и составить некую позицию работы с ADR-GDR на российские же акции, только за рубежом, и непосредственно работу с российскими акциями. Мы сделали достаточно большой research, и получилось, что по большинству позиций работа на локальном рынке с российскими акциями имеет «минус» в сравнении с тем, что нам дает работа с ADR и GDR. Я думаю, что выражу мнение и других коллег, которые работают в иностранных банках: к сожалению, нам, большим международным игрокам, интереснее работать с ADR-GDR.

Есть большой интерес к рынку производных финансовых инструмен-





тов — у иностранных и российских игроков. Есть профильный закон — с августа 2010 года в России разрешен close-out неттинг, но только при условии, что сделки будут регистрироваться в репозитории. Будем надеяться, что произойдет наконец публикация приказа ФСФР о репозитории. До сих пор не можем иметь профит от режима, который уже установлен в законе в отношении ликвидационного неттинга.

Василий Фроловичев. Проблемы, которые Алексей Тимофеев озвучивал в своем докладе, во многом повторяются из года в год. Меры, которые необходимо предпринять, озвученные сегодня, ни у кого не вызывают споров. Это и инфраструктурные изменения, это и законодательные изменения.

В связи с этим у меня вопрос к регулятору, Министерству финансов, представителям Государственной думы: почему так долго? И что нужно сделать, чтоб ускорить срок принятия документов, которые ждут и участники рынка, и инвесторы, и эмитенты? Хотелось бы услышать комментарий на эту тему, чтобы понять, может быть, профучастники могли бы помочь ускорению этого процесса.



Сергей Барсуков. Те проблемы, которые были озвучены, нам известны. Есть технологические проблемы, и в этом пласте решение по центральному депозитарию, наверное, яркий пример. Сейчас обсуждается вопрос допуска иностранных центральных депозитариев и разрешения им открывать счета номини в российском ЦД. В начале нашей встречи мы говорили о разумном протекционизме. Министерство финансов обратилось с предложением, чтобы две уважаемые клиринговые организации («Евроклир» и «Клирстрим») допускать и разрешить им открытие счетов номини. Там была четко прописанная последователь-

ность — сначала мы создаем центральный депозитарий, после этого открываем счета номини для иностранных центральных депозитариев, после этого снимаем ограничения на размещения в ADR и GDR для российских эмитентов. Я вижу, что похожая дискуссия будет и в рамках введения T+1, T+3.

Мы все равно двигаемся, хотя, может быть, не так быстро, как хотелось. Сегодня мы несколько раз обсуждали пенсионные фонды. Пенсионная система в настоящий момент имеет серьезный структурный дисбаланс. Обсуждаются меры по снятию этого дисбаланса, в том числе условно непопулярные. Мы считаем, что необходимы меры по оптимизации пенсионных прав и об увеличении возраста, после которого начисляется трудовая пенсия, стимулирование более позднего выхода на пенсию. Для граждан младше 1967 года это вообще ключевая вещь, это судьба накопительной части. Мы считаем, что те 6%, которые перечисляются за счет работодателей и в настоящий момент переводятся в накопительную часть (а это по ближайшим годам порядка 420 миллиардов рублей) — это не только средства будущих пенсионеров, но и серьезный инвестиционный ресурс. Мы последовательно совершенствуем порядок управления этими денежными средствами.

Недавно Минфин подготовил и внес предложение по поправкам в закон об инвестировании накопительной части трудовой пенсии. Там есть базовые изменения по увеличению общего объема ценных бумаг одного эмитента, которые могут приобретаться в накопительную часть, с 20 нынешних до 40%. Это серьезное изменение. И второй момент — появился инструмент — российские депозитарные расписки, и мы тоже ввели эту категорию в возможный перечень активов для инвестирования.

Дискуссия по портфелю еще впереди, но шаги в этом направлении есть. Мы настаиваем на том, чтобы накопительная составляющая была. Понятно, что 400 миллиардов рублей — это, по сути дела, 40% текущего дефицита пенсионной системы. Сейчас идет дискуссия, мы настаиваем, что лучше проводить институциональные изменения в рамках пенсионного законодательства, а не искать источники покрытия дефицита в уже имеющейся накопительной составляющей.

По налогам. С точки зрения налогов и пенсионной системы основные задачи, связанные с налогообложением и участием НПФ, на наш взгляд, решены. Если нужно что-то дополнительно подкрутить, давайте будем это вместе обсуждать. Участие страховых компаний в накопительной составляющей или в долгосрочном страховании жизни мы поддерживаем. Готовятся поправки для того, чтобы было аналогичное налогообложение, как для НПФ.

Если говорить про глобальные реформы, то надо следить за ними, в них участвовать. В данном случае Министерство финансов и финансовое сообщество являются союзниками. Существуют площадки — площадка НАУФОР, рабочая группа по созданию Международного финансового центра под руководством Волошина. На этой площадке мы активно продвигаем законопроекты, недавно были предложения по реформированию эмиссии. Будут рассматриваться поправки в части совершенствования регулирования инвестиционных фондов.

Это политика малых дел, и мы их должны делать, не забывая о больших и глобальных реформах.

Олег Вьюгин. Мне кажется, что принимать решения следует не по бюрократической логике, а из соображений результата. Неужели вы действительно думаете, что если мы тут годами не

можем принять достаточно простые и понятные изменения в законодательное регулирование, которые бы способствовали развитию фондового рынка, то быстрое открытие счетов и фактически создание возможности для оперирования ликвидностью российских компаний за пределами российской инфраструктуры будет плодотворным решением?

Мы работаем на одну цель и все шаги выстраиваем в соответствии с логикой этой цели? Или мы в одном месте решили одно, в другом — другое, а потом еще на некоем собрании подсутился «правильный» человек и сказал, что вот это надо сделать. Ну раз сказал надо, то это и сделаем. В протокол записали, сроки поставили, сделали. Так получается?

Эта логика неприменима. Здесь должна присутствовать логика бизнес-решений, деловых решений: исходя из того, чего мы хотим добиться и какие инструменты мы для этого выстраиваем, и что мы для этого делаем. А не разрозненные какие-то шаги.

Эдди Астанин. После всех выступлений приходит в голову фраза «жизнь сложна, но, к счастью, коротка». Тем не менее я являюсь оптимистом. Отвечаю на ваш вопрос, Олег Вячеславович, что нужно для того, чтобы иностранцы приходили сюда и работали здесь, а не уводили активы к себе.

Мы собрали клуб — International consulting committee. Он представляет глобальных кастодианов, инвестиционные банки и крупные частные фонды, которые работают в России и заинтересованы работать в России. Мы спросили их напрямую, что нужно сделать для того, чтобы им было комфортно работать здесь, а не оперировать расписками или евробондами. Топ ответов был такой: унифицированные процедуры расчетов и проведения корпоративных действий. Корпоративные действия — достаточ-





но сложно поддающийся унификации продукт. Тем не менее вся Европа идет к тому, чтобы сделать унифицированные правила, под которые все национальные рынки пытаются подстраиваться, сверяя законодательство, технологии и так далее.

Есть вещи, которые не так видны, они мелкие, но тем не менее они создают общую атмосферу некомфортности работы здесь. Для того чтобы нерезиденту открыть банковский счет в России, нужно потратить примерно две недели и оформить кучу бумаг. Это неэффективно, это сразу отталкивает людей.

Пример из жизни. Сейчас в Москве проходит совет директоров Ассоциации европейских центральных депозитариев. Руководитель ассоциации не получил визу в Россию, хотя подавал документы за два месяца. Мы международный финансовый центр или мы Северная Корея, и к нам можно пробраться только подводными путями? Это тоже создает фон того, насколько мы дружелюбны и открыты. Если мы говорим о том, чтобы быть частью глобального мира, то мы должны работать по общепризнанным, общечеловеческим правилам.

Один из источников повышения ликвидности — это, безусловно, рынки стран СНГ. У нас общая история, нам проще договориться, чтобы создать зону, где бы бумаги перемещались и размещались. А что мы видим? Южная Корея — хороший пример. У них взрыв рынка произошел, когда они начали развивать страховые продукты для индивидуальных инвесторов. Сейчас они на правительственном уровне достигли соглашения с Узбекистаном, строят там биржу по своим технологиям, строят центральный депозитарий по своим технологиям. Они уже появились на Украине, в Белоруссии. О чем это говорит? О том, что «плохое» время — это хорошее время для экспансии. Для того чтобы

проникать на рынки, нужна политическая поддержка. Одна инфраструктура не решит эти вопросы.

Гарри Минх. Если говорить о политической воле, то, безусловно, она присутствует. Вы знаете, что бы ни говорили о нашем пути развития и о многих наших особенностях, все-таки мы включены в глобальный рынок. Мы и через ВТО уже обречены (в хорошем смысле этого слова) на более активную включенность, и в рамках нашего постсоветского пространства, и в крупных форматах СНГ, и в более узких рамках Таможенного союза. Вы знаете, сейчас многие решения отдаются на наднациональный уровень. И в рамках Таможенного союза будут приниматься решения, которые будут носить обязательный характер, для нас в том числе. При этом если мы почувствуем какие-то риски и опасности для России, для нашей экономики, для наших граждан, то, безусловно, мы имеем механизмы защиты, в том числе и в рамках глобальных процессов.

Как все это реализуется через законодательную деятельность? На мой взгляд, есть две проблемы. Во-первых, новый состав Госдумы и, соответственно, определенные корректировки, связанные с постами руководителей, ключевых игроков по тем или иным секторам, в том числе и по Комитету по финансовым рынкам. Вторая проблема — очень большое меню предложений, актуальных с точки зрения тех или иных участников сегодняшней дискуссии.

Нужно понять, что является основным звеном (или несколькими такими звеньями). Потому что законопроекты, о которых я вскользь упомянул, обрастают сейчас дополнительными темами. Работа в парламенте не только профессиональная, это и политическая работа, структурированная через партийные элементы, через различные корпоративные интересы. Поэтому



когда эти интересы накладываются, наматываются на большой объем новых тем, которые отсутствовали в первом чтении, это, естественно, тормозит работу.

Поэтому для того, чтобы, скажем, в осеннюю сессию эти законопроекты прошли процедуру второго и потом третьего чтения, нужно и нам всем поработать, чтобы убрать все лишнее и оставить только то, что является приоритетом на ближайшую, совсем короткую перспективу. И тогда, может быть, уже получить готовый закон, который начнет работать, а дальше смотреть, что там корректировать.

Олег Михасенко. Буквально два слова. Фондовый рынок у нас болен. Понятно, что мы пытаемся его лечить, причем не весь, а частями.

Самая главная проблема — у нас нет системного подхода. Эта проблема вообще существует у нас в управлении, не только фондовым рынком. Если взять все предложения, которые сейчас обсуждаются, то мы пытаемся не системно подойти к проблеме, а решить ее какими-то маленькими частями. Например, собрались сделать T+n, а к каким последствиям это приведет? Это даст преимущество западному инвестору, а для нашего ритейла непонятно что получится.

А что такое фондовый рынок? Это ритейл, это эмитенты, это биржи, брокеры, депозитарии. Это глобальный процесс, где невозможно изменить кусочек без того, чтоб не потянуть за собой другие процессы. У нас нет четкого, ясного плана, что делать. У нас нет конкретного человека, ответственного за действия. Пока не появится такой человек, ничего не поменяется.

Елена Хисамова. Российский фондовый рынок всегда был самым дешевым по сравнению с остальными и сейчас он в принципе достиг некоего дна. Но есть определенные фундамен-

тальные предпосылки, по которым те или иные инвесторы, прежде всего иностранные, не идут в Россию. Если посмотреть на тех иностранных инвесторов, которые исторически были основными игроками на нашем рынке, то это фактически деньги, которые изначально привыкли к высоким рискам. И к сожалению, лимит, объем этих денежных средств ограничен. Ряд глобальных фондов, которые управляют значительными средствами, в России никогда не присутствовали ни до кризиса, ни тем более, сейчас. Прежде всего, это глобальные фонды с фокусом на долгосрочный рост и на инвестиции в определенные сектора. Потому что те риски, которые сейчас есть, неприемлемы для них.

Олег Вьюгин. Извините. Те фонды, которые здесь не инвестируют, в Лондоне тоже с нашими эмитентами не работали?

Елена Хисамова. Почти уже полгода прошло со времен размещения «Полиметалла», и очень четко видно, каким образом появилась диверсификация и дополнительные инвесторы, которые традиционно в Россию и в российские GDR не вкладываются. Они появились, конечно. Связано это с тем, что фактически компании перепозиционируют себя. Уход от России, перепозиционирование себя на уровне глобальной компании с эффективным корпоративным управлением и так далее. Есть определенные предпосылки, которые позволили таким компаниям дистанцироваться от России, российского риска.

Вопрос приватизации очень важен для развития российского фондового рынка. «ВТБ капитал» как лидирующий андеррайтер российских ценных бумаг поддерживает проведение приватизации именно в России, опять-таки при условии, что биржа завершит все свои изменения к концу года. Мы понимаем,





что ликвидность все равно перетечет, по крайней мере с тех рынков, где традиционно присутствовали инвесторы, ориентирующиеся на Россию. Но наверно, проводить масштабную приватизацию до создания института внутренних инвесторов не отвечает интересам России. Почему мы хотим сейчас — в условиях дешевого рынка, в условиях отсутствия внутреннего инвестора, который мог бы сам же на этом заработать — делать эти масштабные сделки, не совсем понятно.

Не надо забывать, что кроме портфельных инвестиций, очень важны прямые инвестиции. Недавний пример «Роснефти» и Exxon Mobil — мы все прекрасно видели, какую позитивную реакцию это вызвало у рынка.

Олег Вьюгин. Что значит устраниться от российского риска? Если бизнес работает в России, то российский риск в нем есть и будет, хоть ты в Гвинее размещай свои акции. Я так понял, что здесь успех состоит только в том, что товарищи сумели доказать инвесторам, что у них корпоративное управление хорошо построено, все нормально, можно покупать. Почему это нельзя сделать в России?



Елена Хисамова. Это позиционирование компании на уровне глобальных игроков.

Олег Вьюгин. То есть в России так себя позиционировать нельзя. Если у тебя в России бизнес, то ты не глобальный игрок? А если ты пришел в Лондон и сказал, что у меня бизнес в России, ты уже глобальный игрок?

Елена Хисамова. К сожалению, восприятие инвесторов такое.

Роман Горюнов. Рубен [Аганбегян] обозначил одну из ключевых проблем — то, что у нас рынок живет сам по себе, а государство само по себе, со

своими собственными целями и приоритетами. Поэтому мы будем иметь те печальные картинки, которые показывает Алексей, и при этом «успешно» строить МФЦ.

В процессе дискуссии у меня было полное ощущение дежавю с точки зрения того, что за год изменилось мало что. Единственное отличие — весь прошлый год мы занимались интеграцией [ММВБ и РТС], и одной из главных целей, которая анонсировалась, было получение некоего консолидированного мнения. Вот мы сейчас все объединим, консолидируемся, и после этого будет общее понимание направлений развития рынка. Вот, к сожалению, последние дни натолкнули меня на мысль о том, что никакой консолидации участников рынка не случилось. Более того, сейчас у нас какая-то де-консолидация, еще большая, чем была год назад.

По центральному депозитарию дискуссии как были, так и идут. Тема допуска в инфраструктуру «Евроклира» — «Клирстрима» — две профильные ассоциации имеют прямо противоположную позицию по этому вопросу. Причем понятно, почему. Потому что часть людей, которые оказывают влияние, имеет противоположную позицию и реализуют ее в той или иной степени через ассоциации.

Биржа с участниками рынка уже схлестнулась в теме T+п. Выясняется, что биржа насаждает то, что рынку вроде как и не надо? В итоге год прошел, никакой консолидации рынка нет. Очень хотелось бы, чтобы хотя б в этой части эффективность за ближайший год повысилась, чтобы хоть куда-то продвинуться вперед.

Андрей Белинский. В чем корень той грустной статистики, которую мы сегодня видели? Это не просто дежавю, это усугубление ситуации. При всем уважении к иностранным инвестициям, при всем уважении к

совершенствованию биржевых технологий и к объединению бирж — я бы все-таки хотел, чтобы мы далеко не отходили от главного, на мой взгляд, — от стимулирования внутреннего спроса, от внутреннего инвестора. И мне кажется, что в резюме нашей конференции эта проблема и ее решение должны быть на первом месте.

Здесь даже звучало, что деривативы могут стать драйверами некоего роста нашего финансового рынка. Но всегда есть базисные активы, которые, собственно говоря, потому так и называются, что они закладывают базу. И мы должны сосредоточиться именно на решении проблем, связанных с базисным активом. И на тех рецептах, которые здесь звучали — по поводу пенсионных денег, страховых денег. Я даже склонен поддержать Дениса Соловьева по поводу дивидендной политики.

Едиственное, что хотел бы добавить и о чем почему-то мы все забыли. В плане воспитания инвестора была тема с налоговыми льготами для людей, которые держат акции на портфеле по три и более лет. Это звучало в прошлом году, с тех пор ничего не поменялось, но проблема по-прежнему актуальна.

Роман Горюнов. У нас уже сейчас объем рынка деривативов в разы больше, чем спот. И честно говоря, я за активное развитие фьючерсов или деривативов на индекс уже опасуюсь. Там реально расти уже некуда.

Алексей Тимофеев. Когда мы называли конференцию «Лицом к отечественному инвестору», то надеялись, что у нас есть некоторые основания для оптимизма. В прошлом году мы почти все силы отдали дискуссии о центральном депозитарии. Это правда. Все участники, которые являются ключевыми в такого рода процессах, были интеллектуально мобилизованы на ведение

этой дискуссии. Ресурсы у нас — у фондового рынка, у правительства, у Центрального банка, — как выясняется, не так велики. Мы можем в принципе решать одну-две законодательные задачи в год, не больше. И пример центрального депозитария очень красочен в этом смысле.

Я надеялся, что у нас появляется отличный шанс для того, чтобы наконец вернуться к решению по-настоящему сложных и фундаментальных проблем российского фондового рынка, проблем отечественного инвестора. Некоторые основания для оптимизма в отношении этого года у нас есть.

Во-первых, мы надеемся, что в течение этого года все-таки будут приняты поправки, связанные с упрощением процедуры эмиссии. Это решение проблемы расширения круга инструментов на российском фондовом рынке. Много зависит от того, какие именно поправки пройдут, сумеет ли биржа воспользоваться этими возможностями.

Уже в весеннюю сессию, мы надеемся, пройдут поправки, связанные с отменой НДС на вознаграждение профессиональных участников рынка ценных бумаг и институтов коллективного инвестирования. Однако эти поправки предполагают отсылку и к постановлению правительства. Для того чтобы окончательно решить этот вопрос и получить перечень услуг, которые освобождаются от НДС, нужно, чтоб прошло какое-то время, мы это узнаем не сразу. Тем не менее первый шаг делается, он снижает издержки, связанные с работой с розничными инвесторами.

И наконец, две другие темы, которые прорабатываются и находятся в высокой степени согласования. Первая — тема освобождения от налогообложения доходов физических лиц по истечении трех лет. С Минфином мы достигли здесь довольно высокой степени понимания.

Надеюсь, осенью сумеем добиться решения на этот счет.

Очень тяжелая тема — индивидуальные пенсионные счета. Все лето будем этим заниматься. Можем быть, примем закон в первом чтении, если договорятся все участники процесса этой осенью. И тогда, я думаю, мы сможем с большим оптимизмом, с большей уверенностью говорить о том, что российский фондовый рынок оборачивается к отечественному инвестору. И это может вдохновить индустрию на то, чтобы продолжать бороться не только за свое существование, но и за развитие. □







