

# Межсезонье

**В Москве состоялся Биржевой Форум 2013, вот уже в четвертый раз проводимый биржей, которая прежде называлась ММВБ, а теперь это — Московская биржа**

Форум вместил в себя пленарное заседание и несколько пленарных дискуссий, посвященных: биржевым технологиям, инфраструктуре, основным биржевым рынкам (срочный, валютный, денежный), а также обсуждению регулирования, путей развития внутреннего спроса и глобальной ситуации.

## Пленарное заседание

Председатель правления ОАО «Московская биржа» Александр АФАНАСЬЕВ, открывая пленарное заседание, перечислил все достижения биржи (которых немало), а затем обратился к участникам форума с просьбой подсказать, куда двигаться дальше: поскольку, как он тут же объяснил, «биржа — это производная рынка».

Рубен ВАРДАНЯН (управляющий директор Sberbank CIB) в ответном слове начал с констатации того факта, что фондовая индустрия переживает не лучшие времена (особенно рынок акций): она «находится в стороне от экономики», переход собственности происходит в ряде случаев без посредничества финансового рынка. Биржевая оценка бизнеса у части эмитентов интереса не вызывает. В фондовый рынок по-прежнему вкладывают деньги 1,5–2 миллиона человек, а это безобразно мало.

Создание ЦД, улучшение инфраструктуры — все это прекрасно, но недостаточно. Сейчас фондовый рынок узок, нужен малому числу профессиональных игроков. Но поскольку индустрия сервисная, то она должна быть нужна клиентам.

Недавно банк «Юникредит» проиграл в суде дело, суть которого, если коротко, заключается в том, что хеджерская сделка с ПФИ опять признана сделкой пари. После этого российский рынок можно закрывать, все уйдут в офшор. Если мы этого не хотим, то надо бороться, надо менять реальность. Без этого все разговоры о международном финансовом центре останутся словами. Если считать, что все это нас не касается, то нас ждет тихое и неинтересное будущее, — заключил свое выступление Рубен Варданян.

Затем микрофон перешел Ксении ЮДАЕВОЙ (начальник экспертного управления президента



РФ). В настоящий момент, сказала г-жа Юдаева, — в мире происходит серьезная ребалансировка финансовых рынков, ответом на проблемы с офшорами может стать развитие локальных рынков. Обсуждается ситуация на Кипре, но возможно изменение модели в целом. Это шанс для России. Но как повысить привлекательность нашей страны? Тут целый пул проблем, в том числе законодательных. Континентальное право в принципе менее удобно, нежели англосаксонское, но сейчас идет серьезная работа над Гражданским кодексом.

Следующая проблема — судебная система. В российских судах принимались решения, убивающие целые классы финансовых инструментов. Возможный

путь решения этой проблемы — создание Третейского суда Таможенного союза.

Следующий пласт проблем связан с состоянием самих рынков. И еще один важный пласт — создание отечественного инвестора. Можно и нужно работать над привлечением иностранцев, — заметила г-жа Юдаева, — но создать нормальный финансовый рынок без своих инвесторов не получится. В РФ существуют крупнейшие эмитенты, компании мирового уровня. Чтобы их могла удовлетворить отечественная финансовая система, нужно увеличивать и российскую биржевую площадку, и отечественную инвесторскую базу. В этом направлении делаются определенные шаги. В частности, правительство

работает над тем, чтоб были сняты ограничения на инвестирование пенсионных денег в акции. Создается мегарегулятор, а также активно обсуждается изменение налогов, — закончила свое выступление г-жа Юдаева.

Относительно создания мегарегулятора, — заметил г-н Афанасьев, — в брокерской среде идет много дискуссий. И в очевидной логике передал слово главе Федеральной службы по финансовым рынкам Дмитрию Панкину.

Глава ФСФР начал с констатации, что принципы надзора и регулирования надо менять. Пока все внимание уделяется соблюдению установленных правил, но усилия должны быть направлены на создание эффективной системы над-

зора, — заметил г-н Панкин. На банковском рынке такая система создана, теперь ее следует создавать также и для рынка небанковского. Ключевым для такой системы является соотношение рисков к капиталу, в этом направлении и будет двигаться надзор. Финансовый рынок — это стабильность и доверие. Поэтому сейчас главная цель — система качественного пруденциального регулирования, — сказал г-н Панкин.

Вопрос «может ли денежно-кредитная политика способствовать развитию финансового рынка?» г-н Афанасьев адресовал Сергею Швецову.

Сергей ШВЕЦОВ (зампредседателя Центрального банка РФ) начал свою речь со сравнения. Если представить, что происходит в декабре в стране, живущей туризмом, — то это аналог нынешней ситуации в России, — сказал он. Межсезонье — это возможность произвести нужные реформы.

Финансовые организации в странах-конкурентах России сейчас режут издержки, потому что у них снизились процентные доходы. А в РФ они выросли в разы, и это связано с денежно-кредитной политикой. Другие страны борются со сжатием потребительского спроса, регуляторы пытаются методами денежно-кредитной политики уберечь банковскую систему от сжатия. В России пир во время чумы продолжается. Потребительские кредиты выросли на 37%, процентные доходы дают возможность привести в порядок внутренние средства.

Словом, самое время реализовать намеченные реформы. Успех российского фондового рынка могут обеспечить два фактора: 1) эмитенты и 2) инвесторы.

Эмитенты. Российский рынок не может существовать за счет нескольких «голубых фишек»: нужен приток эмитентов, поток IPO. В российские бумаги встроены два риска: зависимость от цен на углеводороды и корпоративное управление. Нужно уходить от рисков, нужна защита миноритариев.

Инвесторы. Доля нерезидентов на рынке ОФЗ превысила 20%, российский рынок уязвим. Развитие внутреннего инвестора должно продолжаться. Возможно, — продолжил г-н Швецов, — что в целях борьбы с коррупцией имело бы смысл применять не запреты (на владение зарубежной недвижимостью, счетами в иностранных банках), а, напротив, поощрять инвестиции, но исключительно в отечественные ценные бумаги. (Зал засмеялся и зааплодировал.)

В настоящий момент, — сказал далее г-н Швецов, — мы видим замедление экономики, риски растут. В то же время инфляция в 3-м квартале, возможно, выйдет в предсказанный диапазон. Центральный банк пока не перешел на инфляционное таргетирование, и здесь важна увязка действий ЦБ и правительства. Процентная политика ЦБ, скорее всего, будет точной.

Далее слово получила Ольга ДЕРГУНОВА (замминистра экономического развития, глава Росимущества).

Роль государства в процессе приватизации была драйвером развития многих бирж, — сказала г-жа Дергунова. Сейчас в список российской приватизации входит около 30 компаний, как площадка для размещения рассматривается в первую очередь Московская биржа. Но 30 компаний-эмитентов не решат проблем Московской биржи.

И допэмиссия ВТБ, и размещения АЛРОСА очень существенны, но важно, чтобы за госкомпаниями на размещение пошли частные корпорации. Государство не может обеспечить этот процесс, оно способно лишь создать для него условия. Еще одно из важных условий — готовность самого актива.

У государства сейчас нет фискальных намерений, нет задачи отдать все деньги от приватизации в бюджет. Задача — развитие компаний, их докапитализация, повышение стоимости, — заявила г-жа Дергунова. — Сейчас цель государства — разработка верной долгосрочной стратегии. Если

удастся и наполнить биржу сделками, и поднять уровень компаний, то это будет хорошим вкладом в развитие биржи. Но государство — не лучший управленец, а число государственных компаний чрезвычайно велико. Поэтому следует определить целесообразность нахождения государства в их капитале. Что следует делать, в целом понятно. Задача — сконцентрироваться на главных направлениях, понять, где присутствие государства добавляет стоимость, а из прочих компаний выйти.

Работа государства по подготовке приватизации невозможна без инвестиционных банков. В приватизационных планах много интересных объектов. Смотрите, предлагайте, будем работать вместе: государство готово дать знаки, что верит в свой рынок и свою площадку, — таким вот интересным для инвестсообщества призывом закончила свое выступление г-жа Дергунова.

— Действительно, — резюмировал г-н Афанасьев, — фондовый рынок отражает структуру экономики. — Но можно ли надеяться, что рынок может быть лучше экономики? Бразилия, например, смогла же создать прекрасную биржу. А есть ли у российского рынка надежда быть лучше, чем среда? Этот вопрос он адресовал Олегу ВЬЮГИНУ.

Г-н Вьюгин (председатель совета директоров МДМ-Банка) на заданный вопрос отвечал утвердительно. И далее заметил, что при движении к этой цели придется решать задачи и большие, и малые. Например, уход российских компаний в другие юрисдикции, а также несовершенство российского правоприменения ставят задачи большого масштаба. Есть и малые задачи, в числе которых — популяризация имеющейся теперь на нашем рынке возможности работать через центральный депозитарий.

Что же касается структуры экономики, — продолжил г-н Вьюгин, — то да, тот факт, что в России торгуются «голубые фишки» и госкомпании, не

очень хорошо характеризует рынок. Приватизация — хороший шанс его «разогреть». В России много интересных компаний, и если привести их на публичный рынок, а также создать хороший free float, то это серьезно изменит привлекательность рынка.

В заключение г-н Афанасьев предложил участникам «пленарки» назвать две главных цели, способствующих развитию российского фондового рынка, и два главных риска.

После кофе-брейка участники форума разошлись по панельным дискуссиям.

Поговорим об одной из них.

### **Панельная дискуссия «Изменения регуляторной среды и развитие внутреннего инвестиционного спроса»**

Открывая дискуссию, ее модератор Алексей ТИМОФЕЕВ (председатель правления НАУФОР) уточнил, что главным объектом обсуждения будет тема внутреннего инвестиционного спроса, но также и состояния регуляторной среды. В последние два-три года, сказал он, на рынке произошли серьезные изменения: создан центральный депозитарий, объединились биржи, изменена процедура эмиссии и так далее. Не тяжел ли для рынка этот колоссальный темп? И (учитывая, что главная тема современности — это все-таки стимулирование внутреннего инвестиционного спроса) нет ли ощущения, что изменения происходят в последовательности, которая обратна желаемой?

Отвечая на вопрос, Алексей МОИСЕЕВ (замминистра финансов) заметил, что Россия сейчас попала в ловушку среднего уровня доходов. Выйти из нее можно, либо обеспечивая инвестиционный спрос, либо работая дешево. Понятно, что первый путь предпочтителен, надо развиваться. Но как побудить предприятия привлекать ресурсы на финансовом рынке? Хороший пример решения — Польша. Там не только нет дисконта на локаль-



ные бумаги, но они торгуются даже дороже глобальных расписок, поскольку в стране есть 1) инфраструктура, 2) внутренний инвестор.

Дискуссию продолжил Николай КАЩЕЕВ (начальник отдела аналитических операций и финансовых рынков Сбербанка), который заметил, что ситуация медленного роста, характерная для развитых стран, проецируется сейчас и на Россию. Это обусловлено сломом текущей кредитной парадигмы, причем идей для будущего роста нет. В Европе рецессия, некоторые бенефициары предыдущего периода кредитной экспансии (Греция, Кипр, Белоруссия) очевидно падают. Чертеж нового двигателя роста все равно идет на Западе. Но даже там ответов на вопрос о драйвере роста пока нет. При этом перспективы цен на нефть все более печальны, а перспективы в глобальной экономике объективно неблагоприятны для России.

Если экономического роста не предвидится, то у инвестора нет стимулов отдавать деньги на финансовый рынок. Кроме того, в России отсутствие идей роста осложняется еще и отсутствием доверия. Из-за этого у нас годами не может осуществиться пенсионная реформа, по этой же причине наши инвесторы питают склонность к быстрым деньгам (схватить и убежать). Чтобы обрести стабильность, необходимо решить две ключевые проблемы: идея для роста и отсутствие доверия.

В России сейчас, — заметил г-н Тимофеев, — сформировался в лице негосударственных пенсионных фондов мощный инвестор, и многие фонды готовы рассматривать возможности инвестирования пенсионных ресурсов на фондовом рынке. Что происходит с пенсионным законодательством?

Ростислав КОКОРЕВ (директор департамента корпоративного управления Минэкономразвития) немедленно включился в разговор о важности

доверия. Добровольная компонента пенсионных накоплений, — заметил он, — развивается медленно, а вот обязательная быстро, поскольку там вопрос о доверии не встает. Но куда-то вкладывать деньги все равно надо, и граждане размещают их на банковские депозиты, а отнюдь не в НПФ. Чтобы строить привлекательные для физлиц долгосрочные стратегии, пенсионные фонды давно просят дать им возможность разносить убытки по пенсионным счетам, а ведомства в ответ ставят вопрос о гарантиях сохранности. Об этом и идет сейчас дискуссия. Накопительную компоненту удалось отстоять в принципе, сейчас обсуждаются параметры регулирования пенсионных фондов. Скорее всего, фонды получат возможность разносить убытки по счетам, а также будут введены ограничения на частоту смены фонда. Удалось также договориться о контурах гарантийной системы, она будет двухуровневой. На втором уровне планируется создание общего гарантийного фонда под управлением АСВ. Разнесение убытков хотелось бы увязать с системой гарантий.

Было бы жаль, — заметил г-н Тимофеев, — разочароваться в грядущей приватизации только из-за того, что негосударственным пенсионным фондам отказали в возможности покупать активы на IPO.

Г-н Моисеев, продолжая тему регулирования НПФов, заметил, что обсуждаются и другие важные вещи. Например, появилось предложение дать фондам возможность работать в статусе коммерческих организаций, оно пока обсуждается. Обсуждаются пути создания рискориентированного надзора. Есть предложение освободить долгосрочные инвестиции от налогов. В этот же формат может быть встроено создание индивидуальных инвестиционных счетов.

Существует ли риск того, что в рамках создания мегарегулятора, подходы к банковскому надзору будут применяться

также к небанковским организациям? — спросил г-н Тимофеев.

Тема матрицы пруденциального надзора обсуждается, — сообщил Сергей ХАРЛАМОВ (заместитель руководителя ФСФР России), — и в отношении брокеров, и доверительных управляющих, и пенсионных фондов. Важно не только гарантировать номинальную сумму, но также давать участникам возможность инвестировать в разные институты и разносить вложения по времени. Эта работа идет. Система пруднадзора должна быть тонко настроена, улавливать индикативные рыночные показатели чутко, но без «шумов». Она будет дифференцирована для разных бизнесов, по различным пруденциальным нормативам. Федеральная служба находится здесь в начале пути, — сказал в заключение г-н Харламов.

Центральный банк понимает, что небанковский пруденциальный надзор не может быть просто калькой с банковского, — продолжила тему Лариса СЕЛЮТИНА (начальник отдела департамента операций на финансовых рынках Банка России). И далее раскрыла свой тезис, описав создание системы надзора для инфраструктурных организаций.

После основных выступлений в зале разгорелась дискуссия, где снова обсуждались ключевые темы драйверов роста и доверия инвесторов.

## Китайская головоломка

Из выступления председателя Правления НАУФОР Алексея Тимофеева в сессии «Новая реальность российского фондового рынка» Биржевого форума 2013

Так вышло, что мы настолько долго оттягивали с принятием сильных решений в области финансового рынка, что сейчас, дружно взявшись за выполнение сразу нескольких важных задач нам, с одной стороны, трудно упрекать и государство и биржу, что они взялись практически одновременно реализовать все

меры, о которых говорилось уже давно, с другой стороны — слишком высокий темп этих изменений очень опасен. Эти меры должны соотноситься друг с другом, и это очень большое искусство.

Лично мне кажется, что сейчас все делается в обратной последовательности.

Мы сделали очень большой прорыв — создали центральный депозитарий. Мы радикально изменили процедуру эмиссии ценных бумаг — это сильнейшее решение. Мы запускаем T+2 — это очень правильно. Мы стимулируем инвестиционную активность негосударственных пенсионных фондов, что также очень важно. Наконец, есть решение о приватизации в России — если все это будет доведено до конца, мы можем рассчитывать на хороший положительный эффект и для рынка, и для страны в целом.

Другое дело, что стимулированием внутреннего инвестора мы должны были заняться прежде всего. Сильный внутренний инвестор компенсировал бы многие недостатки инфраструктуры и инструментария.

Хороший пример несвоевременности решения — допуск на наш рынок компаний «Евроклир» и «Клистрим». Как тут было сказано — «волков бояться — в лес не ходить?» Но год году рознь, и иногда волков в лесу бывает слишком много. Идти в лес с вероятностью быть съеденным на 90% — откровенно безрассудство.

Сейчас российский фондовый рынок очень слаб. Есть такая китайская притяжка — «пересечь с места гостя на место хозяина». К сожалению, это может сбыться: после открытия «калитки» Евроклира и Клирстима по облигациям у них на счетах находится уже более 14% торговых остатков. Это говорит о том, что туда ушли клиенты, которые и без того инвестировали на российский фондовый рынок. Клиенты наших кастодианов выбрали в пользу более низких издержек и лучшего сервиса. Это означает реальный риск, что по факту российским центральным депозитарием станет «Евроклир».

Как компенсировать этот риск и всерьез побороться за место хозяина на собственном рынке? Нужно дождаться момента, когда наш центральный депозитарий будет готов и достаточно силен, чтобы предложить конкурентные сервисы, чтобы не дать уйти не только расчетам из страны, но и ликвидности с российского фондового рынка.

Я же слышу сейчас обратную дискуссию — а не открыть ли «Евроклиру» и «Клистриму» счета на акции...

Мы должны быть бережны по отношению к друг другу. Сильная национальная биржа и национальная индустрия — единственное условие для нашего общего выживания и развития национального рынка. Сейчас мы находимся в ситуации очень сильной биржи и очень слабой индустрии. T+2 — это очень сильный вызов для брокерского сообщества. Возможно, отчасти потому, что сама модель брокерского бизнеса, сложившаяся на российском рынке, не оптимальна. Но вряд ли задачей T+2 является сломать хребет национальной индустрии. Механизм реализации T+2 должен учитывать реальные возможности брокерского сообщества адаптироваться к новым условиям.

В противном случае бирже вдруг может показаться, что национальная индустрия ее недостойна. Пойдут серьезные разговоры о каком-нибудь прямом допуске иностранных инвестиционных компаний. И это будет шагом к смерти, в том числе, и самой биржи. □



14 октября 2012 года вступил в силу Приказ ФСФР России от 27.07.2012 N 12-65/пз-н «Об утверждении Перечня иностранных организаций, которым центральный депозитарий открывает счета депо иностранного номинального держателя». В указанный перечень вошли 74 иностранных центральных депозитария, в том числе международные централизованные учетные системы Euroclear и Clearstream. При этом предусмотрены некоторые ограничения операций, осуществляемых по счетам международных централизованных учетных систем. На счета депо указанных организаций до 1 июля 2014 года могут зачисляться только государственные и муниципальные ценные бумаги, корпоративные облигации российских эмитентов, а также ценные бумаги иностранных эмитентов. После указанной даты на счета международных централизованных учетных систем смогут зачисляться и иные ценные бумаги, учет прав на которые осуществляется российским центральным депозитарием.