



Интервью с председателем правления НАУФОР
АЛЕКСЕЕМ ТИМОФЕЕВЫМ

СОЗДАНИЕ МФЦ — ВЗГЛЯД НАУФОР

К-Э Алексей Викторович, в вашем исследовании «Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра» утверждается, что «либо российский фондовый рынок станет международным финансовым центром, либо его не будет». Расскажите о Вашей позиции поподробнее.

А. Т. Прежде всего, что такое «международный финансовый центр» (МФЦ). МФЦ — это рынок, на котором концентрируются операции значительного числа участников глобального фондового рынка — как национальных, так и иностранных финансовых организаций и инвесторов. При этом значительная доля операций совершается с иностранными финансовыми инструментами.

В зависимости от того, удастся ли объединить участников рынка и финансовые инструменты разных континентов или только стран региона, различают глобальные и международные финансовые центры (во всяком случае, так делает лондонский Сити, составляющий Индекс финансовых центров). Глобальных рынков, по оценкам лондонского Сити, всего два: Лондон и Нью-Йорк. Международных (таким, например, является Гонконг), конечно, больше (на таких рынках концентрируются операции и активы стран одного региона).

По определению, международных центров не может быть много, главным образом потому, что объем финансовых ресурсов и операционные возможности не безграничны, и совершенно естественно, что участники глобального финансового рынка выбирают несколько мест для совершения своих операций, стран, которые обеспечивают наиболее благоприятные условия для функционирования финансового центра. Мы считаем, что, для того чтобы обеспечить максимальные возможности для финансирования развития своей экономики, Россия должна создать международный финансовый центр. Конкуренция ведет к концентрации капиталов в незначительном числе финансовых рынков, и в будущем подобных центров будет становиться все меньше. Если Россия не станет таким центром, то будет вынуждена стать частью другого центра. В приведенном высказывании подразумевается, что российский фондовый рынок или, точнее, российский финансовый рынок должен стать международным финансовым центром, либо его не будет.

К-Э Может ли в России сложиться рынок, который будет концентрироваться только на собственных ресурсах?

А. Т. Безусловно, такой сценарий возможен, но тогда Россия проиграет в глобальной конкуренции. Мировая экономи-

ка глобальна, и в своем развитии она опирается на ресурсы глобальных инвесторов. Цель создания МФЦ — получение их инвестиций. Эти ресурсы ограничены, и за них конкурируют экономики разных стран. Мы можем создать финансовый рынок, который будет ориентироваться исключительно на национальных инвесторов. Но их внутренние ресурсы, даже вместе с государственными инвестиционными ресурсами, не сопоставимы с мировыми, а значит, мы лишимся возможностей для развития, которыми будут обладать другие страны. Это касается не только России. Пожалуй, кроме США, ни одна страна не обладает внутренними инвестиционными ресурсами, способными поддерживать глобальную конкурентоспособность своей экономики.

Вообще не стоило бы и говорить о создании МФЦ, если речь не идет о привлечении иностранных инвесторов. Другое дело, что стимулирование национальных инвесторов является важным фактором привлечения глобальных.

К-Э Какие регионы сейчас наиболее активно продвигают создание МФЦ?

А. Т. Это, прежде всего, Бразилия и Индия. Уже сложившиеся МФЦ в Европе — Германия и Франция, в Азии — Сингапур, Гонконг, а значит, и Китай, особым административным районом которого он явля-

ется. Наши соседи, борющиеся за создание МФЦ, — Польша и Казахстан. Интерес представляет опыт этих стран. Проект создания МФЦ в Казахстане, в Астане, заслуживает особого внимания. Для Астаны действуют особые миграционные правила, английский язык используется наравне с казахским, существует особый судебный орган для разрешения гражданских споров — фактически создана иностранная территория внутри страны. В Казахстане сформирована превосходная инфраструктура, там уже функционирует Центральный депозитарий, эмитентам помогают выходить на биржу, финансируют оплату услуг консультантов. В Астане у инвесторов и финансовых организаций есть возможность воспользоваться нулевыми ставками абсолютно на все доходы от всех инвестиционных операций и услуг.

К-Э Не секрет, что в последние время именно Китай лидирует среди других развивающихся стран по количеству привлеченных инвестиций. Эта страна показала колоссальный рост фондового рынка. Сможет ли Россия конкурировать с ним?

А. Т. Я не считаю, что китайский фондовый рынок в том виде, в котором он существует сейчас, — пример для подражания. Он, мягко говоря, не гармоничен. Это важно понять, так как для нас гораздо важнее всестороннее развитие рынка, которое позволит обеспечить более стабильное развитие в долгосрочной перспективе.

В Китае большое население, которое активно участвует в операциях на фондовом рынке. В стране нет государственного пенсионного обеспечения, поэтому граждане должны заботиться о себе сами. При этом инвестиционные институты, такие как схемы коллективного инвестирования, в Китае относительно слабы. Набор финансовых инструментов скудный — большинство средств устремляется на рынок акций, который до сих пор жестко разделен по их категориям; *free float* акций китайских компаний незначителен, сопоставим с российским; нет сравнимого с рынком акций долгового рынка; практически отсутствует рынок производных финансовых инструментов. В стране не регулируется кредитование для операций на рынке ценных бумаг. Китайский пример важен для нас, поскольку мы столкнемся с теми же сложностями в случае бурного роста фондового рынка, и те качества, которые делают наш рынок более сбалансированным, чем китайский, нужно будет сохранить. Существует масса наших собственных проблем, таких, например, как скопление капиталов по эмитентам и отраслям, концентрация оборота которых, уже нет в материковом Китае. Спрос со сторо-

ны массового инвестора, который появится на российском рынке, должен быть поддержан предложением разных инструментов, инвестиционных стратегий, различными институтами, а также регулятивными способностями государства.

К-Э Сколько реально создать МФЦ к 2020 г.? Каких результатов для этого мы должны достичь к этой дате? Какое место по рейтингу мировых финансовых центров *Global Financial Centres Index* будет занимать Москва (в первом исследовании — 45-е место из 46)?

Среднегодовой объем IPO на внутреннем рынке в 2020 г. должен достигнуть 75 млрд долл., для чего ему надо вырасти в 14 раз.

А. Т. К этому рейтингу нужно относиться осторожно. Дело в том, что в нем существенную роль играют субъективные оценки финансистов. Кроме того, на оценку уровня развития финансового рынка воздействуют моменты, которые не связаны непосредственно с самим финансовым рынком. Это наличие квалифицированных кадров, развитость городской инфраструктуры, удобство жизни и т. д. На шансы создания МФЦ влияют также общеэкономические факторы, эффективность правопорядка, политическая стабильность. Создание МФЦ — комплексный проект или, точнее, часть общего плана, требующего одновременных усилий во многих направлениях развития страны.

Я бы не стал драматизировать ситуацию с нашим местом в *GFCI*: помимо того, что у нас действительно есть много проблем, требующих решения на пути создания МФЦ, существует и время реакции — срок, который нужен глобальным банкам для открытия офисов в стране, набора персонала, пересмотра портфелей глобальных фондов, после чего они сами начинают продвигать страну, где проводят свои операции и инвестиции, своим клиентам. Строго говоря, данный процесс начался не так давно. Но все большее число иностранных инвесторов и финансовых организаций понимают, что не могут игнорировать российский рынок — один из крупнейших формирующихся рынков мира, опирающийся на быстро развивающуюся экономику.

Что касается показателей 2020 г., то этому было посвящено исследование «Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра», которое мы вели с 2006 г. По нашему мнению, чтобы российский рынок стал одним из лидирующих мировых рынков,

ведущим МФЦ, он должен соответствовать нескольким показателям.

Для того чтобы страна заняла 3–4-е место по капитализации рынка в ряду других стран, этот показатель должен составлять не менее 5,4 трлн долл. На конец 2007 г. этот показатель равнялся всего 1,3 трлн долл. Капитализация должна характеризоваться высокими качествами — на 10 наиболее капитализированных эмитентов должно приходиться не более 40% капитализации рынка, на одну отрасль — не более 30%, средний *free*

float должен быть не менее 50% капитализации компании. Годовой оборот акций должен составить не менее 10 трлн долл. Труднее достигнуть других показателей. Среднегодовой объем IPO на внутреннем рынке в 2020 г. должен достигнуть 75 млрд долл., для чего ему надо вырасти в 14 раз. Внутренний рынок корпоративного долга должен вырасти до 850 млрд — 1 трлн долл. (в 17–20 раз), срочный рынок — до 20 трлн долл. (в 70 раз). Стоимость чистых активов открытых и интервальных ПИФов должна достичь не менее 470 млрд долл. (вырасти в 65 раз). Резервы НПФ должны вырасти до не менее чем 840 млрд долл. — в 44 раза.

Эти показатели были выработаны на основе сравнения показателей разных стран (в том числе развивающихся и борющихся за роль МФЦ), предположений о развитии таких показателей к 2020 г. и оценки оптимального их соотношения. Это основные целевые данные, которые необходимы для подготовки программы действий. Если мы их достигнем, нам будет все равно, какое место нам отводит лондонский Сити.

К-Э Какие основные шаги должны предпринять регулирующие органы, ЦРО, правительство, чтобы решить эту задачу?

А. Т. Ответу на этот вопрос и посвящено все наше исследование. Нужно исходить из тех проблем, которые сейчас у нас есть, и тех показателей, которых мы хотим достичь. Проблемы — это низкое качество капитализации, потому что на 10 наиболее капитализированных компаний на конец 2007 г. приходится 64% капитализации; невысокий *free-float*, который еще больше ухудшается; отраслевая концентрация — на топливной сектор приходится 50% капитализации; концентрация обо-

рота — на 10 акций приходится примерно 95% биржевого оборота.

Другой проблемой является незначительный объем внутреннего рынка корпоративного долга — российские компании предпочитают занимать средства за рубежом. В России рынок производных финансовых инструментов стремительно растет, однако все еще остается незначительным. Наконец, очень серьезные проблемы — отсутствие массового индивидуального инвестора, несущественная роль инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов на рынке ценных бумаг.

В соответствии с этим можно сформировать несколько направлений развития финансового рынка: активизировать первичный рынок — упростить доступ российских компаний к ресурсам рынка, стимулировать рост численности индивидуальных инвесторов, создать условия для финансового инжиниринга, т. е. подготовить структурированные финансовые продукты, совершенствовать инфраструктуру, способствовать успешному развитию НПФов.

В рамках этих направлений можно предложить различные меры.

Важным является налоговое стимулирование инвестиций граждан. Для этого нужно существенно снизить или отменить ставку налога на доходы от операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, освободить от налога средства, направляемые на специальные инвестиционные счета — пенсионные, накопительные для образования и инвестирования в отрасли, в развитии которых заинтересовано государство. Для привлечения граждан должна быть создана индустрия независимых инвестиционных советников. С этой целью следует сформировать компенсационный фонд, что, безусловно, поможет привлечь население на фондовый рынок. Такой фонд не только будет способствовать устранению инвестиционных рисков, но и позволит снизить риск потерь для самых мелких неквалифицированных инвесторов в случае банкротства финансовой организации.

Необходимо совершенствовать корпоративные и административные процедуры выпуска ценных бумаг, для того чтобы поддержать процесс как публичных, так и частных размещений. На мой взгляд, задача заключается в инициировании массового процесса IPO объемом около 100 млн долл. Наконец, следует отменить ограничения для выпуска облигаций, содержащиеся в ГК РФ.

В законодательстве должен быть упрощена процедура признания новых фи-

нансовых продуктов — это дело ФСФР или СРО. Надлежит обеспечить признание механизмов СРО по разработке стандартных договоров — генеральных соглашений и др. В настоящее время российские участники вынуждены прибегать к иностранному законодательству, чтобы выпускать внебиржевые производные и структурированные продукты. Этот вопрос рассматривается на самом высоком государственном уровне.

Работа инфраструктуры должна быть основана на принципах частичного предварительного депонирования, т. е. через центрального контрагента. Сейчас обе ведущие биржи России предпринимают усилия по созданию центрального контрагента. Необходимы расчеты в режиме RTGS (*Real-Time Gross Settlement*), т. е. валовые расчеты в режиме реального времени. К сожалению, работа ЦБ РФ по внедрению этой системы продвигается очень медленно. Требуется включение расчетов в рубль в одну из международных систем, снижающих риски конвертации в разных часовых поясах.

Это только часть мер, которые могут быть приняты.

К-Э Какое соотношение внутреннего инвестора и глобального для России является оптимальным?

А. Т. Это трудный вопрос. Чем больше будет доля национального инвестора, тем лучше. Другое дело, что ресурс домохозяйств не так уж значителен, поэтому по мере прихода глобальных инвесторов доля национального инвестора уменьшается. Вместе с тем количество национальных инвесторов будет расти с ростом их благосостояния, в чем и заключается задача финансового рынка.

Положительные стороны присутствия «своего» инвестора на рынке очевидны: он лучше понимает национальную экономику, происходящие перемены в стране, меньше, чем иностранный инвестор, подвержен панике. Он инвестирует в основном в национальную экономику, а это значит, что его спрос на финансовые продукты не будет удовлетворен предложением со стороны иностранных институтов. Российский инвестор будет вкладывать деньги в предприятия и отрасли, в которые иностранцы, скорее всего, не придут никогда или их будет очень мало. Национальные компании и предприятия не получают ресурсы для развития, если будут полагаться на иностранных инвесторов. Поэтому создание международного финансового центра в России — объединение национальных и глобальных инвесторов — означает максимальные возможности для инвестиций в собственную экономику. Доля депозитов некото-

рых финансовых инструментов снижается за счет более сложных инструментов фондового рынка. Кроме того, финансовый рынок является одним из способов формирования и повышения достатка среднего класса.

Конечно, повышать финансовую грамотность населения нужно. Задача формирования финансовой грамотности не только сводится к знанию, какие финансовые инструменты есть на рынке или как они себя ведут, но и состоит в осознанном выборе граждан в пользу долгосрочных инструментов. В то же время для привлечения таких инвесторов необходимо обеспечение всех видов финансовых инструментов, среди которых преимущество должны иметь профессионально управляемые и долгосрочные инструменты, ПИФы, пенсионные накопления и т. д.

Инструмент, который мы предлагаем создать, — индивидуальные сберегательные или пенсионные счета, аналогичные существующим в США. С этих счетов можно снять средства только по достижении пенсионного возраста. В отличие от пенсионных фондов, вы управляете средствами на счете сами или прибегаете к услугам управляющего, что естественным образом дополняет услуги НПФ по пенсионному обеспечению. Другие инструменты, которые могут привлечь инвесторов, — счет для финансирования образования, а также счет на финансирование отдельных отраслей экономики, в чем может быть заинтересовано государство (например, поощряются инвестиции в инновационные отрасли, в судостроение и т. п.). Сумма средств, направляемая на счета, должна освобождаться от налога. Это эффективное дополнение к общему освобождению или снижению ставки налога на доход от операций с финансовыми инструментами.

Как представляется, нужно создать институт независимых инвестиционных советников, инвестиционных консультантов — тех, кто станет настоящими финансовыми супермаркетами. В стране практически отсутствуют структуры, которые предлагали бы финансовые продукты разных финансовых организаций, например, за вознаграждение от них. Между тем независимые советники являются одним из наиболее дешевых с точки зрения издержек способов привлечения средств населения. И здесь важно избежать монополизации рынка, предложить альтернативу филиальным и агентским сетям распространения финансовых продуктов.

К-Э Один из вопросов, который вы затронули, — налоговые льготы. Не вызовет ли подобная стратегия противодей-

ствие Минфина из-за опасения столкнуться с новыми «серыми» схемами уклонения от налогов?

А. Т. На мой взгляд, Минфин поддержит это предложение. Во-первых, вопрос о совершенствовании налогообложения на финансовом рынке поднял премьер-министр страны, во-вторых, министр финансов участвовал в обсуждении задач, отраженных в выступлении премьера. Что касается «серых» схем, то здесь важно понять, что другого пути, кроме оптимизации налогообложения в пользу инвестора, у нас нет. Не секрет, что сегодняшний режим налогообложения пока далек от идеала. Когда мы говорим о 13% для физических лиц и 24% для юридических лиц, мы забываем о механизме определения налогооблагаемой базы, который оборачивается тем, что в реальности эти проценты гораздо больше аналогичных ставок за рубежом. Кроме того, за рубежом существует множество инструментов, по которым, представляется нулевая ставка.

К-Э Какое место, по Вашему мнению, должны занимать СРО в стратегии развития фондового рынка России? Какую роль Вы отводите, в том числе, НАУФОР в решении глобальной задачи превращения Москвы в международный финансовый центр?

А. Т. Думаю, было бы правильным законодательно закрепить за финансовыми

организациями, которые работают с массовым инвестором, требование о членстве в соответствующей СРО. Это позволит повысить уровень регулирования и надзора за такими организациями, дополнив государственное регулирование саморегулированием. Мы считаем, что привлечение массового инвестора требует мобилизации всех регулятивных возможностей, в том числе активной работы СРО. Не скрою, что отсутствие обязательного членства в СРО снижает их регулятивные возможности. Что касается упрощения процедуры эмиссии ценных бумаг, то обеспечить приемлемый уровень регулирования и надзора можно за счет распределения функций между государством и СРО, например, в тех случаях, когда в эмиссии будут участвовать инвестиционные банки — члены СРО.

К-Э В исследовании вашей компании и в Докладе ФСФР говорится о необходимости объединения бирж РТС и ММВБ. На Ваш взгляд, поддержат ли эту инициативу другие регуляторы? Как участники рынка относятся к этой идее?

А. Т. Здесь необходимо обратить внимание на несколько факторов. Во-первых, существует внутренняя конкуренция между биржами, которая, несмотря на ее недостатки, приносит рынку пользу. Во-вторых, это глобальная конкуренция — перед Россией стоит задача создания регио-

нальной биржи-чемпиона. Внутренняя конкуренция скорее вредит, в этом отношении консолидация необходима. Очевидно, что консолидация не должна быть насильственной, значит, для ее реализации должны быть созданы условия. В нашем исследовании говорится, что одним из таких условий является определение роли государства в инфраструктуре. Консолидация с сохранением государственного участия, скорее всего, не позволит создать биржу — регионального чемпиона, потому что в этом случае глобальная конкуренция усложнится политическими мотивами. При этом рынок может лишиться преимуществ внутренней конкуренции.

Таким образом, достижение консолидации должно следовать за выполнением задач, которые освобождают государство от необходимости участия в инфраструктуре.

К-Э Когда Вы говорите о создании международного финансового центра, то имеете в виду какой-то определенный город или всю страну?

А. Т. Мы не считаем необходимым привлекать решение по созданию МФЦ к конкретному региону. Таким центром должна быть вся страна. Если один из российских городов предложит наилучшие условия функционирования финансового рынка, он станет де-факто финансовым центром. ■

РЫНОК АКЦИЙ
Санкт-Петербург,
30 мая 2008

**II ежегодный
РОССИЙСКИЙ КОНГРЕСС
участников
рынка акций**

Организатор: **CBONDS** FINANCIAL INFORMATION

Генеральные спонсоры: **Балтийское Финансовое Агентство** **энергокапитал** инвестиционная группа

Официальные партнеры: **Альфа-Капитал** **Промсвязьбанк** гостиница **Коринтия Невский Палас** (Невский пр., 57)

Спонсоры: **Велес Капитал** инвестиционная компания **КИТФинанс**

Информационная поддержка: **ПРАЙМ-ТАСС** **ФИНАМ** **НАШИ ДЕНЬГИ** журнал **интерфакс** **TT FINANCE** **РБК daily** **ВЕЛОМОСТИ** **ЭКСПЕРТ.RU** **СКРИН** **www.rtf.ru**

Регистрация на странице Конгресса
<http://www.cbonds.info/bondcongress/equity-spb2008/registration.phtml>

реклама