

ПЕТЕРБУРГСКИЙ МЕЖДУНАРОДНЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ФОРУМ
20—22 июня 2013

Россия в глобальной повестке
НА ПУТИ К СОЗДАНИЮ ФИНАНСОВОГО ЦЕНТРА В РОССИИ
Панельная сессия

20 июня 2013
18:00—19:15, Павильон 5, Конференц-зал 5.3

Санкт-Петербург, Россия
2013

Модератор:

Вячеслав Пивоваров, Генеральный директор, Altera Capital

Выступающие:

Рубен Аганбегян, Генеральный директор, ОАО «Финансовая корпорация „Открытие”»

Александр Афанасьев, Председатель правления, ОАО «Московская биржа»

Патрик Клэксон, Главный исполнительный директор, директор по корпоративным и инвестиционным банковским услугам по Европе, Ближнему Востоку и Африке, Barclays

Алексей Моисеев, Заместитель Министра финансов Российской Федерации

Дмитрий Панкин, Руководитель, Федеральная служба по финансовым рынкам

Сергей Швецов, Заместитель председателя, Центральный Банк Российской Федерации

Денис Шулаков, Первый вице-президент, «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество)

В. Пивоваров:

Добрый вечер! Предлагаю начать. Все участники уже в сборе. Я приятно удивлен: в шесть часов вечера у нас в зале аншлаг. Постараемся оставить время для вопросов из аудитории. Я Вячеслав Пивоваров, генеральный директор Altera Capital, модератор сегодняшней сессии. Организаторы мне сказали, что подготовили небольшой ролик, посвященный теме нашего обсуждения. Думаю, мы можем посмотреть его прямо сейчас.

Голос за кадром:

Для создания финансового центра международного уровня Москва укрепляет систему инвестирования пенсионных и страховых выплат. Эти инициативы сталкиваются с определенными трудностями, но в них заложен огромный потенциал. В России, по сравнению с другими странами, весьма слабо развита система страхования имущества и в еще меньшей степени — система страхования жизни. Только 1,2% россиян имеют индивидуальное страхование, тогда как в ЕС этот показатель составляет 8,2%. Число россиян, застраховавших свою жизнь, составляет менее 0,2%. Такие цифры свидетельствуют о значительном потенциале развития данной сферы, и рост здесь уже наблюдался: от 43% в 2010 году до 54% в 2011 году. При таких темпах развития фонд личного страхования может вырасти до достаточно больших размеров, чтобы за десять лет стать внутренним инвестиционным фондом.

Российское Правительство проводит обширную реформу данного сектора: пересматривается страховое законодательство, мошенничество в сфере страхования классифицируется как преступление, упрощается процесс онлайн-покупок. На данный момент большинство продаж осуществляется через банки, через распространителей кредитных карт и туристические агентства. Все они, как правило, взимают большую комиссию. Однако такие факторы, как рост продаж через Интернет и консолидация усилий ключевых институтов, способны переломить ситуацию.

Российская пенсионная система претерпевает значительные изменения, обсуждаются различные подходы к ее реформированию. Некоторые управляющие компании фонда обеспокоены тем, что из-за принимаемых мер сократится количество инвестиций в частные пенсионные фонды, по крайней мере, в краткосрочный период. Но государство планирует вводить дополнительные стимулы для работников, побуждая их увеличивать добровольные инвестиционные взносы, а также планирует стимулировать увеличение пенсионных взносов компаниями.

Смогут ли предпринимаемые действия помочь России реализовать ее потенциал в долгосрочной перспективе? Как привлечь зарубежные организации, иностранных экспертов, чтобы ускорить этот процесс? Каким образом сформировать у российских граждан позитивное отношение к страхованию и пенсионным сбережениям, чтобы сектора В могли в полной мере реализовать свой потенциал? Приглашаем вас принять участие в этом обсуждении.

В. Пивоваров:

Замечательный ролик: кажется, он ответил на большинство вопросов, которые мы хотели задать сегодня.

Разрешите мне представить наших участников, калибр которых, как я считаю, и привлек такую аудиторию. Справа с краю Денис Шулаков, первый вице-президент «Газпромбанка»; далее Патрик Клэксон, главный исполнительный директор, директор по корпоративным и инвестиционным банковским услугам по Европе, Ближнему Востоку и Африке, Barclays; Рубен Аганбегян, генеральный директор ОАО «Финансовая корпорация «Открытие»»; Александр Афанасьев, председатель правления ОАО «Московская биржа»; Сергей Швецов, заместитель председателя Банка России; Алексей Моисеев, заместитель министра финансов Российской Федерации; и Дмитрий Панкин, руководитель Федеральной службы по финансовым рынкам.

Тема нашего сегодняшнего обсуждения — международный финансовый центр и финансовая инфраструктура российского рынка. Это одно из основных направлений стратегии Правительства по ускорению экономического роста в России. Это направление действительно требует концентрации усилий: фондовый рынок на данный момент составляет примерно 40% ВВП, что гораздо ниже того же показателя в США, где он составляет примерно 100% ВВП. Еще важнее то, что российские эмитенты торгуются с глубоким дисконтом не только по отношению к развитым и развивающимся компаниям, но и к собственной справедливой оценке. Обычно мы слышим два объяснения этому факту. Вокруг них, наверное, и сфокусируется сегодняшняя дискуссия. Во-первых, необходимо дальнейшее развитие самой финансовой инфраструктуры рынка, чтобы глобальные игроки могли полноценно в нем участвовать. Во-вторых, под нашим управлением находится ограниченный объем внутренних долгосрочных средств, которые могли бы быть размещены как раз на этом рынке. Тем самым снизилась бы волатильность и увеличилась бы оценка его российских эмитентов.

Я предлагаю начать дискуссию Патрику Клэксону.

Я хотел бы попросить господина Патрика Клэксона дать краткую оценку финансовой инфраструктуре, которая существует сейчас в России, сравнив ее в этом отношении с другими ведущими мировыми финансовыми центрами. И, основываясь на такой оценке, не могли бы Вы высказать свое мнение и дать рекомендации по поводу того, в каком направлении следует развивать российскую финансовую инфраструктуру и как решить задачи, поставленные Правительством?

П. Клэксон:

Спасибо. Добрый день. Я думаю, будет интересно сравнить финансовую инфраструктуру в России и в Лондоне, поскольку я знаю лондонский рынок очень хорошо. Тридцать лет назад лондонский рынок конкурировал с другими ведущими финансовыми центрами Европы, это был внутренне

ориентированный рынок. В начале 80-х годов произошли четыре события. Первое: премьер-министром стала Маргарет Тэтчер. Не знаю, хорошо ли вы знакомы с ее политикой, но ее правительство сделало несколько вещей. Оно упразднило валютный контроль в Великобритании, провело широкомасштабную программу приватизации: это была практически стопроцентная приватизация всех активов, ранее принадлежавших государству. Оно дерегулировало рынок, что вошло в историю как «Большой взрыв».

«Большой взрыв», с точки зрения правительства Тэтчер, должен был решить две проблемы, существовавших в то время на лондонском рынке. Первая проблема, по мнению Тэтчер, заключалась в том, что рынок был слишком зарегулирован. Другая проблема состояла в том, что рынок был элитарным образованием, им управляла некая закрытая группа людей, знакомых друг с другом со школы или университета; чтобы получить хорошую работу, надо было иметь хорошие связи. Тэтчер верила в свободный рынок и неограниченную конкуренцию. Был введен новый, более четкий и понятный режим регулирования. В Великобритании на тот момент работали сотни регулирующих органов. После реформы остался один орган надзора для всех рынков и институтов. Это было передовое, разумное и очень простое решение.

Сегодня некоторые склонны видеть реформы Тэтчер в ином свете, полагая, что тогдашняя либерализация стала одной из причин кризиса 2008 года. Однако либерализация на тот момент привела к бурному расцвету лондонского рынка. Даже несмотря на то, что Великобритания — небольшая страна, с небольшим внутренним рынком, ей удавалось удерживать ведущие позиции на протяжении последних 30 лет. Чтобы дать вам представление о том, насколько крепки позиции лондонского рынка, приведу несколько примеров. В Лондоне совершается 45% международных валютных операций. Лондон не пострадал, когда почти вся Европа перешла на евро: фактически ни

одна компания не закрылась. Несмотря на различные финансовые потрясения, Лондон сохранил свои твердые позиции.

Так в чем же сильные стороны лондонского рынка? Как ему удается оставаться на ведущих ролях? Здесь можно отметить несколько неотъемлемых преимуществ: это английский язык, развитая транспортная и коммуникационная система, квалифицированные кадры; наконец, это стабильное, независимое и предсказуемое законодательство. Лондон также выиграл от функционирования в качестве международного финансового центра. В этой роли вы получаете оборотный капитал на свои рынки. Вследствие этого еще бóльшие денежные потоки устремляются на ваши рынки, тем самым укрепляя ваши позиции, из-за чего другим рынкам становится трудно с вами конкурировать.

Хотелось бы выделить пять основных факторов, благодаря которым лондонский рынок занимает лидирующие позиции: это географическое положение, язык, правовая система, трудовые ресурсы и ликвидность. Любопытно, что в английском языке все эти слова начинаются на «л», как и «Лондон». Теперь давайте посмотрим, как обстоит дело по каждому из этих параметров в России.

Во-первых, местоположение. Россия, как нам известно, находится на перекрестке многих международных торговых путей. Поскольку мировой экономический центр перемещается в Азию, то местоположение России представляется мне оптимальным. Это, безусловно, ваше преимущество. Во-вторых, это язык. В этом отношении Россия, как и Англия, снова в какой-то степени находится в выигрышном положении: на русском языке говорят во многих странах за пределами Российской Федерации. Кроме того, вы располагаете высококвалифицированными работниками, знающими иностранные языки. Так что, если говорить о языковых вопросах, Россия также занимает прочные позиции.

Что касается следующего параметра, правовой системы, то здесь у Великобритании огромное преимущество. Ее правовая система прошла

хорошую проверку временем. Были и неблагоприятные времена, не все шло удачно, компании разорялись. Но люди видели, как работает юридическая система, видели, что она независима, предсказуема, — и поверили в нее. Проблема для любого участника рынка, повторяюсь, состоит в том, что, как бы хороша ни была правовая система в стране, люди хотят видеть ее в действии, хотят знать, как она работает в трудные времена. Безусловно, другим странам сложно составить конкуренцию, если их законодательство не прошло столь же серьезную проверку временем. Уверен, многие из вас знают, что некоторые игроки, например, Дубай, пытаются обойти этот фактор, организовав финансовый центр на основе британского права.

Четвертый момент — это трудовые ресурсы, кадры. В России много высокообразованных, талантливых людей. Чем можно объяснить успех Лондона в этом отношении? Именно тем, что он стал местом, где люди хотят работать. Посмотрите на любую торговую площадку в Лондоне: здесь, помимо англичан, работают и немцы, и итальянцы, и французы, и россияне. Чтобы развиваться в качестве успешного финансового центра, Россия должна мотивировать хорошие кадры остаться здесь. Если Москва намерена быть финансовым центром, она должна стать таким местом, где люди хотят жить и работать.

Пятый фактор — на мой взгляд, наиболее существенный — это ликвидность. Меня как инвестора вопрос ликвидности интересует более всего. Допустим, я хочу вложить деньги в какой-то рынок: например, в российский. Естественно, мне важно знать, легко ли мне будет забрать свои деньги. Как и любой инвестор, я всегда буду стремиться инвестировать в наиболее ликвидный рынок. Если одинаковые активы торгуются на разных рынках, я заплачу больше за активы, торгуемые на ликвидном рынке.

Приведу очень простой пример. Наверное, многие из вас знают, что компания Royal Dutch Shell котируется в Амстердаме и Лондоне. Она торгует акциями с премией в Лондоне, потому что считается, что эти акции можно продать очень быстро. Примерно такую же ситуацию мы наблюдаем и с российскими

акциями, торгуемыми на Московской и Лондонской биржах. Они торгуются ниже номинала на Московской бирже, потому что инвесторы делают разумный выбор: предпочитают инвестировать в самый ликвидный рынок. Так что ликвидность имеет огромное значение. Но проблема в том, что ликвидность зависит от многих факторов: от системы налогообложения, законодательства, прозрачности информации, возможности передачи права собственности. Чтобы сделать инвестиционный климат привлекательным, нужно сопоставить все эти факторы и заставить их работать более понятным образом. Сегодня я присутствовал на российско-американской панельной дискуссии, в ходе которой коллеги из США говорили, что для американского инвестора крайне важны прозрачность, корпоративное управление, ясность в вопросе права собственности. Все это необходимо обеспечить, чтобы рынок стал по-настоящему ликвидным.

Подводя итог, скажу: главное, что нужно сделать России (и работа над этим уже идет), это решить, как облегчить жизнь инвесторам. У вашей страны имеется целый ряд преимуществ: сильная экономика, компании, способные привлечь капитал, серьезная программа приватизации, процессы либерализации. По целому ряду параметров можно сравнить ситуацию в России с той, что была в Великобритании 30 лет назад. Я считаю, что в первую очередь нужно сконцентрироваться на реализации кадрового потенциала, на увеличении ликвидности и развитии правовой системы, которая должна быть предсказуемой и независимой.

В. Пивоваров:

Мы прослушали этот предварительный анализ. Согласно мнению докладчика, Россия уже сегодня занимает хорошую позицию, а главное — у нее очень сильный потенциал. Я думаю, стоит передать слово Московской бирже, которая является сердцем международного финансового центра в России. Это одна из ярких success stories: в первую очередь я имею в виду IPO биржи. Вы можете поделиться своими достижениями, а также, остановиться на наиболее

важных актуальных вызовах, на проблемах, которые вам предстоит решать в ближайшей перспективе.

А. Афанасьев:

Спасибо большое, Вячеслав.

Мы сразу задаем высокую планку, сравнивая нас непосредственно с Лондоном, затем называя биржу сердцем рынка и только после биржи передавая слово государственным органам. Действительно, сейчас прессинг ожиданий в отношении биржи, особенно после объединения бирж, чрезвычайно высок. Велико и общее внимание к финансовому рынку. Посмотрите на цифры, которые сейчас у нас на экранах: здесь показано, какой у нас маленький левверидж. При этом в России наблюдается существенный экономический рост. Если взять средний показатель за последние семь или десять лет и сопоставить его даже с такими странами, как Бразилия, Китай и Индия, то мы будем выглядеть вполне прилично: развитые экономики заметно отстают. К этому следует добавить, что по объему это девятая экономика мира. Эти данные в совокупности — показатели текущей капитализации, соотношение задолженности бюджета и ВВП — говорят о том, что экономический рост пока идет за счет других источников, не за счет финансового рынка. Такие тренды, наблюдаемые сейчас во всем мире, представляют для нас главные вызовы. Как мы на это отвечаем? Представляется, что важнейшим трендом сейчас является глобализация торговых технологий при национализации рынков и централизации посттрейдинговых систем.

Чем это оборачивается для нас? Первое: глобализация технологий. Это совсем другая ситуация, чем та, которую описывал наш британский коллега, говоря о временах тэтчеризма. Это был другой мир. Другой с точки зрения риск-менеджмента, с точки зрения торговых технологий, с точки зрения глобализации. Даже понятия *emerging markets* тогда практически не существовало. Конкуренция между рынками, в том числе развивающимися,

была совсем другой. Мы присоединились к этому миру 20 лет назад, и наш финансовый сектор находится в несколько более сложной ситуации, чем даже в Англии 1970-х.

Тем не менее, многое уже было сделано и продолжает делаться. Инфраструктура развивается в соответствии с этими двумя основными тенденциями. Глобализация рынков приводит нас к необходимости создания большего комфорта для глобальных игроков. В первую очередь необходимо обеспечение защиты инвестора, создание центрального депозитария. Оно уже существенно повысило уровень защиты инвесторов в России. Нужно рассказывать об этом, распространять эту информацию, потому что и западные фонды не всегда в курсе того, что у нас происходит. Наблюдается тенденция централизации риск-менеджмента на уровне системы посттрейдинга: центральный клиринг создан уже практически на всех биржевых рынках. Происходит переход с модели T-0 на так называемую модель T+. T-0 была хорошей моделью для начинающего рынка, но те времена уже прошли. Этот процесс находится сейчас в завершающей стадии. Наша инфраструктура становится сопоставимой с международной.

Это делается не только для глобальных игроков. Важнее всего открыть внутренний потребительский спрос на финансовые услуги, на участие наших юридических и физических лиц в финансовом рынке. Пока что это участие действительно очень мало. Доля пенсионных фондов, оперирующих на этом рынке, оно не превышает 2,2%. Наверное, это самый низкий показатель даже среди развивающихся экономик.

Физические лица привыкли ходить к брокерам для того, чтобы им обеспечили прямой доступ на биржу. Потом они ходят туда, как на работу: сами смотрят в экран, сами участвуют в биржевой игре. Для них должны появляться и другие продукты, интересные даже наиболее консервативным инвесторам. Важный международный тренд сегодняшнего дня — это product sophistication. Продукты становятся все более сложными, что позволяет привлекать новые пласты участников рынка.

Есть три очень простых ключа к внутреннему спросу. Первый из них — это, безусловно, изменение работы пенсионных фондов: им нужно дать возможность инвестировать. Почти все с этим согласны. Мы участвуем в различных совещаниях на разных уровнях, чтобы преодолеть последние препятствия. Однако финальная точка все еще не поставлена. Причины понятны: требуются межведомственные согласования. Я думаю, наши коллеги из государственных органов об этом расскажут. Тем не менее, это еще не является свершившимся фактом. На сегодня факт — это общее согласие, но и только.

Во-вторых, требуется изменение инвестиционных деклараций суверенных фондов. Разумеется, огромное значение имеет заинтересованность физических лиц. У финансового рынка есть два очень мощных конкурента: рынок банковских депозитов и рынок недвижимости, куда наши граждане сейчас вкладывают средства в гораздо большем объеме, чем в фондовый рынок. А фондовый рынок — это не обязательно акции. Последний кризис показал, что участники рынка не очень охотно принимают рыночный риск, потому что он в один момент вдруг стал кредитным риском. Тем не менее, на бирже сейчас успешно развиваются все продукты, которые связаны с процентным риском и с тем, что подпадает под определение *fixed income*. Благодаря открытию счетов для суверенных бондов, в первом квартале этого года по отношению к первому кварталу прошлого года они показали рост в два раза, РЕПО в два раза. Валютные свопы, которые, скорее, являются инструментом управления процентным риском, впервые в истории биржи обогнали спотовые операции на рынке *Forex*. То есть интерес присутствует. Диверсифицированная модель Московской биржи позволяет с лихвой компенсировать некоторый недостаток доходности от рынка акций. Тем не менее, набор предложений продуктов от профессиональных участников фондового рынка их клиентуре, наверное, пока недостаточен.

Наконец, налоговые стимулы. Сейчас говорят, что их нужно уравнивать с льготами, действующими на других рынках. Есть налоговые стимулы в

отношении рынка банковских депозитов, есть налоговые стимулы в отношении недвижимости. Есть хорошие предложения от Минфина, хотя, с моей точки зрения, освобождение от капитального дохода после трех лет держания акций (то есть та же мера, как по недвижимости), наверное, не является достаточной мерой. Здесь нужен год. Недвижимость — гораздо более медленный продукт, ее нельзя купить быстро, ее трудно продать быстро просто в силу особенностей этого рынка. То, что для акций один год, для недвижимости — три. Наверное, для этих расчетов вполне можно было бы применять такую шкалу.

И, наконец, третий ключ — это появление новых имен на рынке. Например, знаменитое IPO, знаменитая история про выход новых компаний. Конечно, в период рецессии мотивация участников рынка снижается: новые бизнесы не возникают, а значит, нет и новых торговых идей. Приватизация — это один из ключей к тому, чтобы эти новые имена появились, причем уже у действующих, известных, хорошо работающих компаний.

Вот три ключа к внутреннему рынку. Мы постепенно начинаем их применять. Не все еще сделано, но мы очень надеемся, что это спровоцирует взрывной рост фондового рынка, причем не обязательно для рынка акций.

Еще несколько моментов. Мы сейчас приносим на биржу иностранные активы. Вчера подписали соглашение с Deutsche Börse: будут выпущены фьючерсы на пять немецких акций. Эти акции очень любимы в Москве, в России, в Петербурге, потому что там среди прочего есть акции Daimler, Volkswagen и BMW. То есть существенную часть автомобильного парка двух столиц мы уже покрыли.

Мы выпустили иностранные ETF. Один пока выпущен, следующие на подходе. Мы видим возвращение российских компаний, которые уходили в другие юрисдикции. На днях мы выпустили «Полиметалл», а сейчас на подходе еще несколько компаний.

Это все очень хорошо. Чего нам еще не хватает? Инфраструктура финансового рынка — это не только биржа: это еще участники и

регулирование. Мы ожидаем большей креативности в создании и развитии новых продуктов, которые будут охватывать новые группы потенциальных участников рынка, в первую очередь — физических лиц. Это не те люди, которые готовы торговать каждый день, самостоятельно выбирая стратегии. Наверное, за этим будущее.

В отношении регулирования пожелание такое: хотелось бы работать в условиях, которые в Сингапуре назвали *outcomes-focused regulation*. Смысл этого подхода прост: ставится определенная точная цель, имеется понимание того, чего мы хотим достичь какой-то конкретной регуляторной мерой. С нашей точки зрения, такой целью должно быть повышение качества цены, то, что называется *price quality*, то есть не большое количество этих цен, а именно качество цены. Ведь в качество цены входит не только то, сколько это стоит, но и какой за этим стоит риск-менеджмент, какая за этим стоит структура, какие расходы на эту структуру созданы организаторами торгов. Далее, огромное значение имеет защита прав инвесторов: это связано и с листингом, и с корпоративным управлением, и с его развитием. Наконец, важны централизация риск-менеджмента и определение его правил для участников рынка вместе с диверсификацией их типов. Не все должны делать всё, не все должны быть одновременно клиринговыми членами, торговыми членами всех бирж и всех торговых площадок мира. В этом отношении чрезвычайно важна агрегация, тем более что у нас появился единый мегарегулятор.

И последний важный компонент. Наш лондонский коллега сейчас упомянул существенные различия в цене между российскими активами, торгующимися в Москве и, например, в Лондоне. Принято считать, что так происходит потому, что у нас не столь удобная система расчетов и депонирования. Это уже не так, но об этом не все знают. У нас есть центральный депозитарий, удобная расчетная система, которая практически не отличается от международной, хотя это еще новость для рынков. И разница в ценах существует исключительно по тем акциям, по которым лимит выпуска DR уже исчерпан или почти исчерпан. Если он приближается к 25%, то здесь, скорее, работает

эффект дефицита. Все, что дефицитно, немножко возрастает в цене. Там, где до исчерпания этих лимитов далеко, мы никакой разницы не наблюдаем.

Мы здесь собрались в том числе для того, чтобы донести до вас информацию о существенных изменениях в инфраструктуре российского рынка. Вы, возможно, поможете нам распространить информацию об этих изменениях, которые позволяют глобализировать международные торговые технологии и усиливают локальный рынок. Это и есть основа финансового рынка с точки зрения пулов его ликвидности и посттрейдинга. Спасибо.

В. Пивоваров:

Спасибо, Александр! Вы напомнили нам о роли государства в финансовом секторе. Поэтому мой следующий вопрос обращен к Сергею Швецову. Будет справедливым сказать, что Банк России являлся одним из идеологов развития Московской биржи. Также Банк России — один из крупнейших участников кредитно-денежного рынка. Мой вопрос будет таким: каким Банк России видит дальнейшее развитие этого рынка, а также обеспечение финансовой стабильности МФЦ в России в контексте, надеюсь, уже прошедшего глобального финансового кризиса.

С. Швецов:

Спасибо, Вячеслав. Я постараюсь быть кратким, поскольку мы выходим из графика.

Действительно, Банк России вместе с другими банками создал Московскую биржу, вывел ее на IPO, и должен уйти из капитала. Все решения приняты. До марта 2015 года состоится сделка, и наши 23% в любом случае будут проданы. Это хорошая новость. Хорошая потому, что — я здесь согласен с моим английским коллегой — бизнес должен быть в частных руках, должен управляться рыночными методами. Но Московская биржа — это не только бизнес, это еще и инфраструктура, прежде всего инфраструктура. Поэтому замена участия во влиянии на развитие Московской биржи на участие во

влиянии в качестве регулятора — это логически правильный ход Правительства и Центрального банка. В сентябре состоится объединение с ФСФР, оно позволит участникам рынка безопасно пережить выход Центрального банка из капитала. В качестве мер по обеспечению финансовой стабильности мы будем не просто смотреть на развитие Московской биржи, на центрального контрагента — Национальный Клиринговый Центр, Центральный депозитарий, — мы будем смотреть даже не в четыре, а в шесть глаз. Мы по-прежнему будем нести ответственность за инфраструктуру, но уже не в качестве собственника, а в качестве единого регулятора всего финансового рынка.

Действительно, старейшая болезнь сначала Российской Империи, потом Советского Союза, теперь Российской Федерации — это дураки и дороги. В терминах финансового рынка я бы сказал, что инвестиции в инфраструктуру, которые делает государство, совершенствуя регулирование, — это ремонт тех самых дорог. Без хорошей инфраструктуры издержки торговли в России всегда будут больше, чем к тому толерантны инвесторы. Говоря о *break strategy*, мы должны понимать, что выход из инвестиций определяется глубиной рынка, глубина рынка определяется спредом, спред определяется издержками. Если у вас большие торговые издержки, то у вас широкий спред, у вас низкая ликвидность, низкая глубина рынка. Наша задача — это повышать, с одной стороны, размер рынка, чтобы издержки по инфраструктуре уменьшались, с другой стороны, эффективность биржи. И здесь нам крайне важно, чтобы снижение нагрузки не происходило за счет рисков. Финансовая стабильность — это среда, в которой рынки функционируют нормально, и доля премии за страх минимальна.

К сожалению или к счастью, самый большой риск на финансовом рынке — это потеря доверия. Потеря доверия — это как потеря самолетом той скорости, ниже которой он не может лететь. Если самолет летит слишком быстро, он разваливается, а если слишком медленно, то падает. Задача Центрального банка по обеспечению финансовой стабильности — это обеспечение скорости

функционирования рынка, которая бы соответствовала уровню леввериджа. Мы видим, какой гигантский потенциал у России по росту леввериджа. Это открывает большие возможности как для инфраструктуры, так и для эмитентов и инвесторов. Но этот процесс должен сопровождаться повышением прозрачности нашего рынка и снижением рисков, связанных с финансовой стабильностью.

Что делает Центральный банк? У нас есть три контура защиты. Первый контур — превентивный. Мы принимаем меры по адекватному регулированию рынка, по анализу взаимосвязей, которые есть на рынке, в режиме онлайн мы анализируем торговые связи между банками, брокерами, дилерами и крупными инвесторами. Это позволяет нам заблаговременно увидеть, где возникают очаги напряженности, и купировать эти очаги, если они производят системный эффект.

Далее: мы имеем программу финансовой грамотности. Невозможно строить адекватный рынок, если в торговле на бирже будут участвовать миллионы непуганых, а иногда и испуганных физических лиц. Потому что они, как толпа бизонов, будут бежать в одну сторону, потому что они не понимают, что происходит: все побежали, и я побежал. Мы должны инвестировать в финансовую грамотность. Эти инвестиции долгосрочные, но они дают очень хороший эффект. Сегодня есть программы Минфина (может быть, мой коллега об этом скажет), сегодня есть частные программы по созданию учебных курсов для средней школы. Потому что все, кому больше 22 лет, не поддаются обучению. Единицы — да. Поверьте мне, большинство необучаемо. Наш массовый клиент в плане обучения — это школьники 9, 10 и 11 классов и студенты высших и специальных профессиональных учебных заведений. Мы просто обязаны научить всех собирать и разбирать автомат Калашникова. В переводе на финансовый язык — понимать, как работает финансовый рынок, когда надо продавать, а когда надо покупать. Вы не можете строить финансовый рынок, когда все сидят на техническом анализе, потому что технический анализ порождает стадные явления. Вам нужен

долгосрочный инвестор, который понимает, о чем идет речь. И этот первый контур — упреждение проблем финансовой стабильности — является важнейшим.

Второй контур — это локализация проявившихся проблем. Есть Cost-Benefit Analysis, который говорит о том, что стопроцентный результат будет стоить дороже, чем выгода от этого стопроцентного результата. Поэтому любая деятельность имеет внутри себя риски. У нас действительно могут возникать определенные проблемы на рынке. В России есть замечательная поговорка: «Пока гром не грянет, мужик не перекрестится». В 2008 году грянул гром. Мы создали колоссальный пласт инструментов для Центрального банка: он теперь может принимать действенные меры по обеспечению финансовой стабильности и купированию отдельных проблем. Эти инструменты включают специальное финансирование отдельных банков для вывода кризисных элементов с рынка (применялись в 2008 году при разгрузке рынка РЕПО), финансирование кредитных организаций, в том числе под залог акций, и много других замечательных средств и приемов.

И третий контур — это преодоление больших системных кризисов, которые могут быть вызваны системными шоками. За 20 лет работы Центрального банка мы накопили достаточно большой опыт применения таких мер. У сегодняшней России, слава богу, есть резервный фонд. Наш потенциал по купированию проблем не менее серьезных, чем проблема 2008 года, остается достаточным, чтобы преодолевать эти негативные явления. Поэтому я хочу сказать, что дороги — в руках Московской биржи, а наше дело — обеспечивать конкурентную среду на уровне банков, брокеров, дилеров. Мы должны обеспечивать адекватный уровень финансовой грамотности населения, потому что именно этот сегмент является нашим якорным инвестором, включая их пенсионные накопления.

И последнее, что мы должны делать: мы должны идти в ногу с международным трендом по купированию рисков. Мы не должны конкурировать на уровне рисков, Россия не должна быть более рискованной

страной. Мы должны иметь механизмы, которые позволяют иностранным инвесторам принимать те риски, которые они хотят, и не встречаться с неожиданностями. В эту работу входит и реформа корпоративного управления, которая сейчас идет у нас полным ходом. Спасибо.

В. Пивоваров:

Сергей, спасибо за замечательные аналогии. Я не могу не передать слово Дмитрию Панкину — прокомментировать «толпу испуганных бизонов», и далее Алексею Моисееву — высказаться про «дураков». Впрочем, если серьезно, то присоединение Федеральной службы по финансовым рынкам к Центральному банку создало мегарегулятор. У многих сейчас возникает вопрос, каково будет влияние такой суперорганизации на финансовую индустрию. Это, наверное, первый вопрос: каковы задачи, каково будет влияние такого органа.

Второй вопрос поставляю в продолжение вопроса, поднятого Сергеем. С развитием фондового рынка связана защита прав миноритариев и проблема культуры корпоративного управления в целом. У нас до сих пор есть много примеров несоблюдения прав миноритарных акционеров: держатели акций могут неожиданно узнать, что больше таковыми не являются. Как мегарегулятор собирается решать эти проблемы, и чего следует ожидать в краткосрочной перспективе?

Д. Панкин:

Спасибо, Вячеслав.

Наверное, начнем с мегарегулятора. Все мы в последние полгода только и слышим: «Мегарегулятор, мегарегулятор...». Да, предстоит объединение Федеральной службы с Центральным банком. Но вопрос-то не в этом: вопрос в том, что реально делать? Мы можем очень долго говорить о структурах, о функциях, о том, как будут перераспределены департаменты внутри Центрального банка. Но вот принципиальный вопрос: а что реально делать с регулированием и надзором над финансовым рынком, какие важнейшие шаги

необходимы в этом направлении? Пора сдвигать акцент с разговоров о мегарегуляторе на разговор о том, какими должны быть реальные шаги на рынке, чтобы вернуть на рынок главное. Я полностью согласен со своим коллегой из Центрального банка в том, что главное на рынке — это доверие. Если нет доверия на финансовом рынке, нет доверия на рынке страхования, то как мы можем достичь показателей, которые здесь приводились: 8% ВВП страховых премий в других странах и 1% ВВП — сумма страховых премий в России. Как мы можем добиться расцвета коллективных инвестиций, когда нет доверия к существующим формам коллективных инвестиций, к страховым компаниям. Главная задача регулятора сейчас состоит в том, чтобы сконцентрироваться на переходе к контролю над уровнем риска, который берут на себя участники финансовой системы.

Что сейчас происходит, как работает регулятор? Как осуществляется надзор? Основная наша работа — контроль исполнения правил и процедур. Профессиональный участник должен сдавать отчетность? Контролируем, сдает. Не сдает? Все плохо: предписания, штраф, отзыв лицензии. Но, как правило, когда отчетность не сдается, уже поздно: это значит, что денег там уже нет, а скорее всего, нет и самих сотрудников этого финансового института. То есть здесь необходимо изначально брать анализ на финансовое состояние этого участника, контролировать финансовый риск, который он берет на себя. Необходимо перестраивать всю систему реагирования надзорного органа.

Сейчас у нас реагирование сильно запаздывает. Эта система — сбор квартальной, если не полугодовой отчетности, потом выписка предписания, потом анализ реакции на предписание — абсолютно неприемлема в современном быстро меняющемся мире. Необходимо переходить на работу в режиме реального времени: нужно видеть ситуацию на финансовом рынке, видеть, что происходит с тем или иным участником этого рынка, и иметь возможность принимать адекватные меры. Сейчас состояние законодательства таково, что часто у нас нет никакой возможности даже

ограничить операции. То есть мы видим, что идут нарушения, идет вывод активов, но ничего сделать не можем и просто выписываем предписание: привести в течение месяца в порядок такие-то и такие-то показатели и представить отчет о принятых мерах. Результат понятен: активов нет, сотрудников нет, а есть толпа обманутых вкладчиков или владельцев страховых полисов, по которым не выплачиваются деньги. На мой взгляд, на этом сейчас надо сконцентрироваться, и я надеюсь, что объединение с Центральным банком даст нам необходимые возможности и ресурсы для работы в этом направлении. Наши приоритеты — это быстрота реагирования, риск-ориентированный надзор и применение соответствующих санкций к нарушителям рынка.

Что касается защиты миноритариев, это также очень важный вопрос. Здесь палка о двух концах. С одной стороны, у нас есть крупные эмитенты, которые просто стонут из-за того, что их шантажирует отдельный акционер: пытается получить ту информацию, которую компания раскрывать не должна, вставляет палки в колеса, не дает проводить собрания акционеров. С другой стороны, есть масса примеров, когда права миноритарных акционеров нарушаются: не проводятся обязательные выкупы акций, осуществляются действия, ведущие к нарушению их прав. Здесь нужен баланс, и наша задача будет состоять в нахождении баланса прав интересов миноритарных и мажоритарных акционеров. В процессе объединения с Центральным банком очень важно сохранить функции контроля и защиты прав акционеров, оставить эти вопросы в центре внимания объединенной службы. Спасибо.

В. Пивоваров:

Спасибо, Дмитрий.

Дмитрий и Сергей дали нам хороший ответ на вопрос, куда движется регулирование финансовой индустрии. Теперь было бы логично задать вопрос Алексею Моисееву по поводу развития МФЦ. В прессе не раз высказывалось мнение, что международные финансовые центры и инвестиции должны стать

одним из основных двигателей ускорения экономического развития в стране. Хотелось бы подробнее узнать об основных реформах, над которыми работает Правительство, и о том, на какие результаты нам можно рассчитывать в ближайшей перспективе.

А. Моисеев:

Спасибо большое, Вячеслав.

Один из участников панели года три-четыре назад сказал, что ему все равно, получится у нас МФЦ или не получится: главное, чтобы мы по ходу дела организовали нормальные финансовые рынки. Честно говоря, я воспринял тогда эту фразу как лозунг: по большому счету, она отражает суть нашей деятельности.

С моей точки зрения, для МФЦ не самоцель — заставить иностранцев приходить и инвестировать в России. Этого можно добиться довольно просто. Можно, например, отменить налоги на какие-нибудь специфические операции, которые облагаются налогом в других странах мира. Я гарантирую, что именно эти операции будут проходить только в Москве. Можно найти такие способы, если поставить себе это целью. Но дело в том, что построение МФЦ не является самоцелью. Настоящей целью является построение таких финансовых рынков, которые были бы источниками инвестиций для российской экономики.

Я был шокирован, когда один из моих коллег по Правительству как-то в запале спора на совещании сказал, что фондовый рынок у нас не является источником инвестиций. Я было начал с ним спорить, но потом подумал, что, может быть, он в чем-то прав. Действительно, у нас фондовый рынок находится в таком состоянии, что не может рассматриваться как надежный стабильный источник долгосрочных инвестиций. В первую очередь, это рынок первичного размещения акций и размещения облигаций на срок более пяти лет. Это ситуация, которая нас никак не может устраивать. Президент поставил задачу значительно увеличить долю инвестиций в ВВП. Эта задача

обусловлена состоянием нашей экономики, которая сейчас оказалась заложницей многолетнего роста зарплаты, опережающего рост производительности труда. Производительность же труда не будет расти, пока не будет инвестиций. Мы оказались в замкнутом круге, в мире, в котором, по оценке МВФ, в течение многих лет будет наблюдаться дефицит инвестиционного ресурса. Рассчитывать на то, что заграница нам поможет, в данной ситуации не приходится. Нужно рассчитывать на собственные силы. Поэтому основная цель реформы — привлечение внутреннего инвестора.

Я согласен практически со всем, о чем говорил Александр: сейчас регулирование построено таким образом, что у розничного инвестора, кроме запала азарта, нет причин выходить на фондовый рынок. С налоговой точки зрения, депозит лучше. С точки зрения надежности, уверенности в надзоре и даже прямой защищенности через гарантирование вкладов, депозит тоже лучше. И доход по депозитам существенно выше, а кроме того, есть система защиты и страхования вкладов. Я вижу реформу как создание системы положительных и негативных мотиваций для того, чтобы люди все-таки пришли на финансовые рынки.

Позитивные мотивации — это в первую очередь реформирование системы регулирования НПФ. Рынок давно этого просил. Ничего принципиально нового не требуется. Все строится на том, как мы регулируем инвестиционный процесс, то есть это проблема 31 декабря — запрет на отрицательный финансовый результат пенсионных фондов. Это возможность ежегодного перехода из фонда в фонд, это вопросы, связанные с тем, как фонды могут инвестировать. Вы знаете, что мы сейчас разрешили фондам выходить на первичные рынки акций, пересматривается и расширяется система деклараций. Это первый шаг.

Второй шаг — это реформирование пенсионной системы, построенной на беспрецедентных принципах дублирования. Достаточно сказать, что с точки зрения российского права, по большому счету, нет разницы между пенсионным фондом и Greenpeace. В случае закрытия того и другого все

активы должны будут поступить в доходы государства, потому что пенсионные фонды, как и Greenpeace, являются некоммерческими организациями и регулируются одинаково. Мы сейчас написали законопроект, согласно которому пенсионные фонды будут формироваться как коммерческие организации: до каких-то пределов они будут нацелены на получение прибыли, их можно будет покупать и продавать и так далее.

Кроме того, мы активно работаем с ОЭСР по вопросу выстраивания наших пенсионных продуктов. ОЭСР называет это пенсионными схемами, поэтому для того, чтобы быть compliant, мы тоже будем называть их пенсионными схемами. Система, которую предлагает нам ОЭСР, очень проста: пенсионные схемы должны быть фондированы, они должны быть выделены из других активов. Иными словами, активы, в которых хранится пенсионная схема, должны быть отделены от других активов, они должны иметь определенные признаки: сколько лет копится, сколько лет инвестируется, сколько лет расходуется. Все они должны быть четко определены. Сейчас такой законопроект написан, он находится на рассмотрении в Правительстве. Мы очень надеемся, что в течение семи сессий он будет принят. Он идет в рамках нашего процесса по присоединению к ОЭСР. Не знаю, как другие аспекты присоединения, но этот аспект будет очень полезным. Рядом с существующей системой НПФ мы начнем строить новую. Мы не хотим ничего ломать, мы не утверждаем, что все, что было раньше, надо немедленно запретить. Как говорил один мой коллега, ничто не мешает нам сегодня быть умнее, чем вчера. Мы, конечно, считаем, что сегодня мы умнее, чем вчера, но идти по такому пути не нужно. Мы не будем ломать существующие пенсионные фонды. Всего в системе пенсионных фондов сейчас больше семи миллионов человек, поэтому разрушать мы ничего не будем. Но мы построим новую систему, которая будет основана, во-первых, на коммерческом принципе (пенсионный фонд как коммерческая организация), а во-вторых, структура этих пенсионных схем будет построена на принципах, которые нам рекомендует ОЭСР. Я надеюсь, что мы запустим это уже осенью, и в

ближайшее время разработаем систему гарантирования пенсионных накоплений.

У нас вместе с концепцией мегарегулятора развилась и концепция мегаликвидатора. Таким мегаликвидатором предлагается сделать Агентство по страхованию вкладов, в частности — передать АСВ функцию по гарантированию пенсионных накоплений. На этом этапе мы предполагаем гарантировать номинал накоплений пенсионных отчислений граждан в системе обязательного пенсионного страхования. Посмотрим, как это будет работать. Эта система неизбежно будет включать в себя создание внутренних резервов на базе актуарного анализа. Буквально на днях был во втором чтении принят закон об актуарном деле. При создании системы гарантирования необходимо создавать элементы процессуального надзора. Мы поняли, что без этого не построим нормальную систему. Желание ввести гарантирование подталкивает к тому, чтобы начать создавать элементы процессуального надзора, потому что мы должны понимать, кого отдавать в АСВ, а кого не отдавать. И это надо понимать не тогда, как говорит Дмитрий Владимирович, когда разбежались последние сотрудники, а когда еще есть что отдавать, когда хотя бы не выбросили в помойку документы о том, кому пенсионный фонд сколько должен. Дмитрий Владимирович не даст соврать: у нас иногда и такое бывало. Наряду с созданием единого регулятора, введение элементов процессуального надзора будет очень важным фактором повышения доверия. Сейчас в минфиновской группе по реформе пенсионного сектора разработан предварительный план введения процессуального надзора. Надеюсь, что мы сможем его реализовать.

Сейчас Сергей Анатольевич будет меня ругать за то, что я тоже нарушил регламент. Поэтому я лишь совсем коротко коснусь вопроса негативных мотиваций. У нас в Думе сейчас находятся три законопроекта. Надеюсь, что к осени они будут приняты. Речь идет о мерах по ограничению злоупотреблений по гарантированию вкладов путем слишком высоких ставок по депозитам. Наиболее действенной мерой будет налог не со ставки рефинансирования

плюс 5%, а со ставки рефинансирования плюс 3%. Напомню, что налог по депозитам — не 13%, а 30%, там налоговая ставка запретительная. Конечно, необходимо и учреждение страховых компаний накопительного страхования жизни. Это включено в рекомендации ОЭСР. Мы планируем в полной мере подключить компании накопительного страхования жизни к пенсионной системе и регулировать их точно так же, как пенсионные фонды.

В. Пивоваров:

Алексей, спасибо, за емкий ответ, а также за небольшое превью нашей завтрашней сессии по пенсионной реформе. Я хотел бы остановиться на фразе «заграница нам поможет», на что не стоит рассчитывать. Действительно, вчера завершилось заседание американского центрального банка, где председатель отметил, что примерно через 12 месяцев закончится программа монетарного стимулирования. В таких условиях средства, которые могли бы переходить на другие рынки, в том числе в Россию, становятся все менее и менее гарантированными. И здесь встает вопрос к нашим профессиональным участникам, к нашим российским инвесторам: в чем они в этом контексте видят потенциал своего развития? Как оно может быть ускорено?

Я начну с Дениса Шулакова и с «Газпромбанка». За последние несколько лет «Газпромбанк» сделал рывок и вошел в число лидеров на рынке размещения евро и локальных облигаций. Есть ли у Вас стратегия по развитию других инструментов, в которых «Газпромбанк» мог бы лидировать и способствовать таким образом развитию МФЦ?

Д. Шулаков:

Спасибо большое. По опыту, когда дело доходит до практики, времени остается все меньше и меньше. Это продемонстрировал и вчерашний рынок: если есть внутренняя поддержка, то добиться можно очень многого. Вчера мы сумели осуществить размещение привилегированных акций для компании

«Альянс Ойл». Сделка сама по себе небольшая, но это всего седьмая сделка в ICM из России. И хотя компания залистингована на Стокгольмской бирже, сделку удалось провести, несмотря на все, что происходит на рынке. Это было сделано за считанные часы до заявления Бернанке. Тем не менее, сделка завершена, в ней участвовали шведские ритейл-инвесторы и российские инвесторы.

К слову о национальном инвесторе. Я немного рисковал, когда в начале дискуссии повесил слайд с потенциалом российского финансового рынка. Мне очень приятно, что коллеги по дискуссии воспользовались им для ссылки. На самом деле нет никакого противоречия между фондовым рынком и рынком депозитов, потому что «оба хуже». Если реально посмотреть на верхнюю правую часть этого слайда, то будет видно, что он показывает наше отставание в целом по финансовому рынку: мы на девятом месте. Наверное, многим сидящим в этом зале не очень приятно это видеть. Этот рынок включает и депозиты, и производные инструменты, но главное, он включает кредиты и основу рынка — рыночные инструменты (ценные бумаги и акции).

Зачем этот слайд вообще здесь показан? Не для того, чтобы все испугались и сказали: ну что, и так понятно, что мы не очень хорошо развиваемся. На самом деле отношение финансовых активов к реальной экономике у нас таково: на каждый доллар реальной экономики — всего два доллара финансовой. Потеряем один, и больше нечем будет играть. Право на риск фактически теряется. Посмотрите, мы в разы отстаем не только от развитых стран, коими считаем партнеров по «Восьмерке», но и от тех, кто набирает обороты (чуть менее жирный зеленый цвет).

Вообще этот слайд — матрица. Мы сегодня собрались не для того, чтобы предложить готовые решения, а для того, чтобы задуматься. Мы же работаем со всеми регуляторами, игроками на рынке, инвесторами. Я всего восемь месяцев назад пришел из Barclays, и сделано это было совершенно осознанно. Я понял, что на рынке наступил момент квантового перехода: многое меняется, и сам тон дискуссии говорит о том, в какую сторону

происходят перемены. На рынке есть профессионалы, есть виртуальные команды. Я знать не знал, что окажусь рядом со своим бывшим коллегой по Barclays, но так получилось. Я очень рад этому обстоятельству: отчасти это можно воспринимать как анекдот, но первый рублевый бонд был сделан банком Barclays для «Газпромбанка». Такова жизнь.

Наверное, главное, что побудило меня сюда прийти — это то, что случился успех, и этот успех важно разделить. Разделить успех, а не только риск — вот причина, по которой мы сегодня говорим о необходимости сосредоточиться на создании национального инвестора. Нужно сосредоточиться и на создании чемпиона в добыче нефти, чемпиона в добыче минеральных удобрений. Собственного финансового инвестора создать необходимо. Посмотрите по часовой стрелке, зачем приведена такая матрица. Долговой рынок — вот с чего все начинается. Здесь у нас самое большое процентное основание, но это самый ликвидный рынок. От этого рынка идет ценообразование всего класса долговых активов и итоговая стоимость компаний, когда мы приходим к левой нижней точке нашего слайда. Правый угол говорит лишь о том, что традиционная модель кредитования претерпевает изменения. Нагрузка с точки зрения Базеля III и сокращение количества игроков на рынке заставляет эту стрелку компаса лечь по диагонали с юго-запада на северо-восток. Куда сегодня российскому инвестору вкладывать деньги? Это большой вопрос. Давайте перевернем слайд и посмотрим, где находится наш инвестор.

Это еще более интересная картинка, показывающая, что суммарно всего 8% нашего ВВП находится под институциональным управлением. Даже если бы мы взяли усредненный нормализованный показатель и привели его в соответствие со своими партнерами по БИК, это было бы почти в 2,5 раза больше. Но это показано не для того, чтобы кого-либо испугать. Нам необходимо осознать, где мы реально находимся, на кого нам реально можно опереться. Это объем средств под управлением. Дело не в том, что он мал по сравнению с БИК или по отношению к ВВП. Главное, что он недостаточен для развития финансового рынка: нам не хватает собственного ресурса. Если

задуматься о том, что все наши выпущенные внутренние и внешние облигации — это всего 485 миллиардов долларов, а free flow российского рынка акций — это 260—280 миллиардов, в зависимости от того, когда он упал и когда он поднялся, то мы имеем ситуацию, при которой со 160 миллиардами мы не перекрываем в хороший день даже четверти. На чем тогда держаться этому рынку? Получается, что рынок живет за счет внешнего ресурса. Наверное, на этом внешнем ресурсе можно развиваться и дальше, но и там происходят серьезные изменения. Как говорил сегодня один из выступавших, нельзя развивать рынок на основе того анализа, потому что он действительно живет потоками. Именно от потоков зависит, позитивную или негативную стоимость получаем мы сегодня с наших акций или облигаций. А потоки мы как раз и не видим. Голос практика говорит о том, что если бы было легко интегрироваться в мировую финансовую систему, то ведущие российские банки туда бы уже давно встроились. Но проблема в том, что простого сотрудничества на уровне «от банка к банку» недостаточно. При всем уважении к коллегам из Barclays, мы должны признать, что выступаем конкурентами в борьбе за доступ к конечному инвестору, к тем самым триллионам долларов, которые сегодня находятся под профессиональным управлением за рубежом.

Как же к ним подобраться? Первый шаг сделан. Начало квантового перехода было отмечено решением о допуске Euroclear и Clearstream к рынку бондов. Посмотрите, что произошло. С октября месяца прошлого года пошел массовый приток иностранных денег в российские ОФЗ. Сегодня это 19% рынка ОФЗ. Да, рынок маленький, всего 100 миллиардов, но пятая часть, 20 миллиардов, — в руках иностранцев. Сегодня это самый ликвидный сегмент российского рынка. Тут мы видим хорошее взаимодействие национальных инвесторов — пенсионных фондов, национальных игроков — Центрального банка, а также иностранных инвесторов. Пожалуй, такой успех хотелось бы увидеть и на фронте работы с рынком акций. Здесь пока все невесело, и если в экономике США мы видим 15% на фондовом рынке, то у нас ровно то же самое, но со знаком минус.

И последнее. Я говорил про потоки фондов. Посмотрите на нижнюю правую часть слайда. С января месяца мы не можем похвастаться практически ни одной неделей положительного притока фондов акций России. А с начала года это больше полутора миллиардов оттока.

Может ли такая ситуация сохраняться на рынке в целом? Наверное, было бы хорошо рассчитывать на то, что мы можем формировать только рынок долга и двигаться в этом направлении. Но происходит разрыв: экономику капитализма никто не отменял, соотношение между долгом и акциями должно быть разумным. Если не соответствовать целевой структуре капитала, вас вообще не будут оценивать на рынке акций. Этот разрыв пока только увеличивается. Получается, что наши ведущие системообразующие компании не могут дальше финансировать свое развитие на основе привлечения денег только на баланс. Стоимость их акций низкая, за счет чего она вырастет? А за счет чего привлекать деньги на финансирование инфраструктуры? Возникает вопрос эквигриума между инвестором и продуктами.

Коллеги просили меня рассказать, какие продукты мы считаем необходимыми. Здесь три класса продуктов. Приватизация — это тоже продукт. Инфраструктурные облигации — это то, без чего рынок задыхается. Но создать этот механизм быстро невозможно, потому что требуется изменить как минимум восемь федеральных законов. Только тогда получится полноценный инструмент. Первые шаги в этом направлении сделаны: для ФСК, для РЖД размещены так называемые инфраструктурные бонды. По сути это просто инфляционные бонды, но они уже есть. Есть практическое решение, с чего бы хотелось начать и идти шаг за шагом. Над этим должен работать не только «Газпромбанк», здесь нужны и иностранцы, которые могли бы котировать эти облигации, когда они будут хоть как-то близки к тому, чтобы в них участвовали и пенсионные фонды.

Второй момент — корпоративный субдолг. Это еще один инструмент, нужный всем. В начале выступления я сказал про привилегированные акции. Это от необходимости хоть как-то пополнить базу капитала, потому что невозможно

разместить обыкновенные акции. И тоже понятно, что нужно делать. В законодательство нужно внести изменения, позволяющие установить порядок очередности кредиторов.

Наконец, приватизация. В самом начале Патрик сказал, что финансовый центр Лондона стал таким, каким мы его сегодня знаем, благодаря приватизации. У нас есть великолепный шанс развить в рамках приватизации институт пенсионных фондов как инвесторов.

Это все, что я хотел сказать. Спасибо.

В. Пивоваров:

Денис, спасибо большое. Как раз готов выступить Рубен Аганбегян. Финансовая корпорация «Открытие» управляет крупными негосударственными пенсионными фондами, которые инвестируют в накопительную часть пенсии добровольные сбережения граждан. Можно было бы продолжить эту тему, назвав основные приоритеты развития негосударственных пенсионных фондов, так как они играют ключевую роль в формировании долгосрочного внутреннего инвестора. Что им мешает, и каков их потенциал? Пожалуйста, за несколько минут.

Р. Аганбегян:

У нас действительно налажено стратегическое партнерство в этой сфере. Все, что я хотел рассказать об этом, рассказал Алексей Моисеев, и меня очень порадовало, что у нас с ним единое понимание приоритетов и того, что нужно делать. Я скажу пару слов о финансовом рынке и о месте негосударственной пенсионной системы в нем — в контексте того, о чем сегодня говорилось.

Сегодня финансовый рынок имеет три крупных «кармана» с деньгами: это банковская система, это страховой рынок, где собирается достаточно крупный объем премий (не все эти инструменты ведут к прибыльности страховых компаний: большая часть премий остается в неприбыльной части страхового сегмента), и третье — достаточно крупный сегмент финансового рынка,

который можно описать как негосударственную пенсионную систему. Если мы посмотрим на источники длинных денег, мы увидим, что единственный потенциал у этих денег де факто — это негосударственные пенсионные деньги.

Что отсутствует? Отсутствует система институционального управления средствами граждан, отсутствует страхование жизни. В том ролике, с которого мы сегодня начали, досконально показано, в чем состоит проблема и чего не хватает в страховой индустрии, в страховании жизни. Сегодня моими коллегами уже было отмечено, что средства граждан не вовлечены в оборот. Я полагаю, финансовая грамотность населения нам очень поможет: граждане поймут, как работают финансовые рынки, как надо инвестировать. Но не менее важно создать систему, в которой неинституциональный инвестор сможет дойти до рынка с помощью институциональных посредников. Этого у нас пока нет.

Возможно, эта модель сейчас зарождается в той реформе негосударственной пенсионной системы, которая ведется в настоящее время, в системе гарантирования, в системе надзора. Возможно, мы сделаем выборку самых удачных решений и попытаемся перенести их в систему управления коллективными инвестициями, которая сегодня совсем не работает. Эта система, к сожалению, не наполнена деньгами. В нее нужно погружаться и смотреть, почему она не работает. Не работает и прямое инвестирование граждан в рынок акций. Мы совершенно точно видим, что за последние несколько лет количество клиентов в этой сфере выросло с 730 тысяч до 780 тысяч. Это просто кошмар: 780 тысяч из 140 миллионов! Рынка почти нет, он действительно минимальный. Не растет инвестирование в облигации. Если вы скажете, что акции люди не покупают, потому что это опасно, то я отвечу, что они не покупают и облигации, что намного безопаснее. Мне кажется, проблема состоит именно в отсутствии механизма посредничества.

Также я полностью согласен с тем, что имеющиеся у нас налоговые стимулы к вложению денег в депозиты и в жилье очень сильно ориентируют людей на то,

каким образом надо сохранять свои деньги. А о том, что на самом деле никто ничего не сохраняет, что все сжирает инфляция, — об этом люди, к сожалению, не думают.

Не секрет, что больше всего денег де факто вложено в банковские депозиты. Это не случайно, и те реформы, про которые говорил Алексей, должны сделать unlock: пустить эти деньги в более широкий круг инструментов, расширить горизонт инвестирования. Это очень мощный стимул.

Зачем все это надо? Что бы Бернанке ни делал, как бы он ни стимулировал своих и мировых инвесторов в сторону инвестирования в чужие рынки, Россия всегда на этих рынках будет проигрывать, пока не будет местных денег, которые придут на местные рынки. Сегодня ресурсом этих денег являются негосударственные пенсионные фонды. Этим надо пользоваться, пользоваться аккуратно, продуманно. Кроме того, нужно создать еще два «кармана» с деньгами: первый — страхование жизни, второй — механизм коллективных инвестиций.

Если посмотреть на историю МФЦ с самого начала, то станет понятно, что двигаемся мы достаточно неплохо. Хуже обстоят дела в области общего законодательства, правоприменения, судов и так далее, но в области реформы инфраструктуры мы добились действительно огромного прогресса. Это и реформа «Центральный депозитарий», и «Т+», и все остальное. Хорошо, что сейчас мы занимаемся реформой тех длинных денег, которые у нас уже есть. Нужно, чтобы они пришли на рынок и стали на нем работать — безопасно, под надзором и на пользу своим вкладчикам. Нужно всем вместе садиться и обсуждать систему коллективных инвестиций, срочно заниматься системой страхования жизни. Тогда у нас будет не три финансовых рынка — банковский, страховой и негосударственный пенсионный, — а четыре или пять, и мы будем намного более привлекательно выглядеть в мире. Спасибо.

В. Пивоваров:

Спасибо, Рубен. Мы практически out of time, но я хотел поинтересоваться, если у зала вопросы? Если нет, то у меня есть вопрос к залу: почему мы не открываем брокерские счета в Финансовой корпорации «Открытие»?

Р. Аганбегян:

В зале есть наши клиенты.

В. Пивоваров:

Хорошо. Если есть вопросы, то их можно вкратце задать сейчас. Кристофер.

К. Грэнвил:

Меня зовут Кристофер Грэнвил, я из Trusted Sources Research. У меня вопрос по поводу корпоративного управления. Насколько я помню, после ряда скандалов 1990-х годов, в 2001 году, была проведена серьезная реформа законодательства, регулирующего деятельность акционерных компаний. Тогда я общался с иностранными инвесторами, и они были весьма скептически настроены. Правила есть правила, хотя на самом деле реформа оказалась достаточно успешной. Самые важные изменения в акционерном праве касались опыта размывания долей миноритарных инвесторов. С тех пор подобных скандалов больше не наблюдалось; была предпринята одна попытка в «Ингосстрахе», но она была пресечена.

Мой вопрос состоит в том, почему сейчас мы откладываем действия? Ведь есть и положительные примеры. Зачем тянуть время и ждать, пока пробелы в законодательстве будут устранены? Господин Дмитрий Панкин упомянул о способности контролировать мажоритарных акционеров с помощью технических моментов, уклоняясь от юридических обязательств при слиянии и поглощении, и о тому подобных вещах. Можно ли ожидать более активных действий?

В. Пивоваров:

Насколько я понимаю, это вопрос Дмитрию Владимировичу.

Д. Панкин:

Я с Вами соглашусь: действительно, в 2001 году были введены очень хорошие изменения, но нельзя принять один закон так, чтобы все стало хорошо. Движение идет мелкими шажками. Например, один шагок, который мы здесь обсуждаем, это введение в Гражданский кодекс понятия аффилированности. Кто такие «аффилированные лица»? Это очень сложно определить. Вот мы обсуждаем вопрос о том, было проведено обязательное предложение или не было, достиг ли мажоритарный акционер порога в 30, 50, 70% или нет. Но ключевой вопрос заключается в том, как действовал этот мажоритарный акционер. Он достиг этого порога вместе со своими аффилированными лицами или в одиночку?

Практически не бывает так, чтобы один акционер был представлен одной компанией, которая выкупает 50%. На практике мы имеем много компаний — кипрских, голландских, швейцарских, и надо доказать, что именно эта совокупность компаний достигла рубежа в 50 или 70%. Это типичный случай — то, с чем наша служба сталкивается постоянно. Мы пытаемся это доказать. Иногда получается, иногда нет.

Приходят ответы от других регуляторов, но мы не можем раскрыть информацию, не можем раскрыть бенефициаров, а если раскрываем, то порой невозможно доказать, что они аффилированы. Определение понятия аффилированности и внесение его в Гражданский кодекс — это важнейшая задача. И это лишь один из примеров, а привести их можно еще много. Повторяю, что работа сложная, но она ведется и приносит результаты.

С. Швецов:

Я добавлю. Есть две парадигмы. Российская парадигма такова: правила сложны, но если ты придумал, как их обойти, к тебе нет никаких претензий. Есть другая парадигма: правила сформулированы в общих чертах, они не

очень сложные, они понятны. Мажоритарий должен делать то-то и то-то. Если нарушил, то 20 лет тюрьмы. Мы общаемся с регуляторами других стран, и они нам говорят: «Вы знаете, у нас те люди, которые нарушают, сидят по другим статьям». А мы им: «Как это?» А они отвечают: «Эту статью трудно провести через суд, мы их сажаем по другим статьям». И здесь мы стоим на развилке: продолжать писать сложные правила и признавать принцип «обошел — молодец», придумал юридическую схему, как обойти, — и никаких проблем, либо действительно пытаться защищать права миноритариев по факту. Потому что даже та оценка акций, которая делается по выкупу, может быть очень разной. Оценщик может назначить цену в одну копейку, а может заявить, что каждая акция стоит десять миллионов. Он ведь оценивает так, как нужно тому, кто ему платит. Люди знают, что это обман, но ведь написано, что оценщик должен оценивать! Он оценил, это его мотивированное суждение. Это очень сложный момент, особенно в России, где в память о сталинских репрессиях осталась аллергия на наказания.

Однако мы стоим на перекрестке и должны понимать, что затраты на регулирование через сложные правила — гигантские, что мы не конкуренты в оперативном управлении, если будем идти путем создания сложных, детализированных правил и уважать людей, которые придумали, как их обойти, если будем по-прежнему подавать им руку.

Здесь нужна дискуссия, и это не только решение регуляторов: профессиональное сообщество должно иметь какое-то мнение. Регуляторы и профессиональное сообщество должны прийти к консенсусу относительно того, каким способом мы будем разгружать сложную ситуацию баланса интересов.

Д. Панкин:

Я добавлю еще один важный момент: в том примере, который я приводил, — о внесении в Гражданский кодекс понятия аффилированности, — мы как раз и пытаемся заложить возможность для суда принять мотивированное суждение,

а не полный перечень из 20 или 30 признаков аффилированности. Всегда можно придумать 31-й, 32-й признак, но гораздо важнее дать суду возможность мотивированно решить, что те или иные лица являются аффилированными.

В. Пивоваров:

Спасибо. Я бы не хотел заканчивать сессию на такой угрожающей ноте и попрошу всех участников буквально двумя фразами резюмировать, дать свои рекомендации или сделать финальный комментарий по теме международного финансового центра. Денис, можно начать с тебя.

Д. Шулаков:

Я остаюсь при своей мысли, что без институционального инвестора нам не выжить. Давайте все вместе посмотрим на те элементарные два-три инструмента, которые можно включить в список прямо сейчас и расширить декларацию для пенсионных фондов. Нужно хотя бы с чего-то начать. Вот инфраструктурные проектные облигации номер один.

А. Моисеев:

Мы же все включили — инфраструктуры, облигации мы включили точно.

Д. Шулаков:

Да, но нет еще законодательного регулирования.

А. Моисеев:

У нас пенсионные фонды могут покупать и инфраструктуры, и облигации.

Д. Шулаков:

У нас просто нет понятия «инфраструктурные облигации».

А. Моисеев:

Тогда мы продолжим дискуссию за этой панелью...

П. Клэксон:

Да, я согласен с Вами в том отношении, что нужно предпринимать последовательные действия, о чем мои коллеги уже говорили, и это ключевой момент сегодняшней дискуссии. Но мне импонирует и идея обучения детей со школьной скамьи.

Р. Аганбегян:

Я считаю, что ключевой фактор — это инвестиционный климат. Хороший инвестиционный климат простимулирует развитие рынка акций, IPO и всего остального. Это, в свою очередь, поднимет капитализацию и вернет уверенность в том, что акционерам будет выгодно капитализироваться, а не воровать деньги в кампаниях.

Результатом этого станет отказ от необходимости прописывать жесткие правила в законодательстве, сажать акционера в тюрьму за нарушения. У него будет экономический стимул уважать миноритариев и развивать свой рынок.

Мне кажется, это должно заработать — просто экономические механизмы, стимулирующие соблюдение правил.

В. Пивоваров:

Спасибо, Рубен.

А. Афанасьев:

Мне представляется очень сложной тема «Развитие финансового рынка». В ней по меньшей мере три составляющих: собственная инфраструктура рынка, регулирование рынка и мотивация участников, которая связана с экономической ситуацией, фазами цикла и так далее. Планов унифицировать это было немало. Здорово представить себе, что мы, договорившись о точно

выверенной по датам дорожной карте, делаем что-то одновременно. Но пока, к сожалению, у нас не очень получается что-либо унифицировать.

Мне кажется, что настало время сделать понятное регулирование — не деталей, которые еще будут не раз меняться, но всего того, к чему мы стремимся. Регулирование — это ведь тоже вопрос доверия. Здесь не раз говорилось, что финансовый рынок в целом, биржа — это доверие, но ведь доверие — производная от регулирования. Посмотрите, у нас зарегулированные банки: в результате объем депозитов растет, а количество банков сокращается. У нас отнюдь не столь зарегулированные брокеры, но в результате брокеров очень много, а клиентов у них становится меньше.

Нам, наверное, нужно унифицировать правила таким образом, чтобы сохранялось количество участников рынка и росло число их клиентов, и суммы вложений.

С. Швецов:

Вы знаете, ни в одной стране мира нет такого количества магазинов, продающих дорогие часы, нет стольких «шестисотых» Мерседесов, которые подвозят участников Форума от места регистрации до входа на конференцию.

Говоря о пенсионной реформе, мы говорим о том, как нам улучшить инвестирование наших запасов. В общем-то, выход на действительно сильного внутреннего инвестора — это разговор про потоки, а потоки — это рубль. Увеличить норму сбережений можно только при доверии к национальной валюте, при низкой инфляции, когда действительно есть ощущение, что, не тратя сегодня, ты получаешь что-то завтра. Долгосрочное доверие к рублю — это ключевой фактор, ключевая обязанность Центрального банка.

Центральный банк обязан это делать, и он это делает. Неоспоримы его успехи в том, что национальная валюта действительно стала деньгами, что она стала мерой стоимости, мерой платежа и способом инвестирования. Сегодня рубль переживает очередной экзамен, — экзамен смены председателя

Центрального банка. Понятно, что рынок волнуется: в последние дни мы видим определенные изменения курса национальной валюты. Я думаю, что это полезно, как ОРЗ: укрепляет иммунитет. Это волнение полезно, потому что люди увидят, что все хорошо, и при следующей смене председателя (я надеюсь, не скоро) такой турбулентности уже не будет.

Поэтому мой рецепт таков: каждый должен заниматься своим делом, а основная задача Центрального банка — обеспечить доверие к рублю и низкую инфляцию. Это создаст нам потоки, увеличит норму инвестирования по отношению к нормам потребления. Спасибо.

В. Пивоваров:

Замечательная тема для следующей дискуссии.

А. Моисеев:

Я поймал себя на мысли, что мне хочется сказать известную фразу, которая погубила колоссальное количество участников финансового рынка: “This time is different”. В течение многих лет для Правительства финансовые рынки были игрушкой, которую просто надо иметь. Так дети просят iPhone: в принципе он им нужен, чтобы звонить маме. Это они могут сделать при помощи любого телефона, но им нужен все равно iPhone. То же самое раньше было и у нас: зачем нужны финансовые рынки — непонятно, но вот надо, чтобы были. Сейчас ситуация резко изменилась. Не буду раскрывать никаких секретов. Просто вспомните выступления Президента и Председателя Правительства о том, что руководство страны стало придавать большое значение развитию финансовых рынков, понимая, что это, по сути, единственная возможность для России выйти на более-менее приемлемый уровень экономического роста. Либо мы развиваем финансовые рынки, и у нас реализуется все, о чем мы здесь говорили: инвестиции идут, нормы сбережения повышаются и так далее, — либо мы это не развиваем, но тогда мы растем иными темпами. На мой взгляд, сейчас именно эта частичка общих реформ выходит на первый план.

Д. Панкин:

Подводя итоги нашей дискуссии по международному финансовому центру, я хочу напомнить вам одну короткую фразу: «Движение — все, а цель — ничто». Достигнем мы статуса международного финансового центра, не достигнем — не важно. Важны процессы реформирования инфраструктуры, создание благоприятных условий для инвесторов. Я думаю, что те соотношения, которые для России взяты в районе пяти, по другим emerging markets сейчас отсчитываются в районе 14. Ну, не преодолеем мы этот разрыв нашими инфраструктурными мерами. Здесь вступают в игру другие серьезные вопросы, связанные с волатильностью, зависимостью от ресурсов, от цен на ресурсы нашей экономики, с ее ориентированностью на экспорт ресурсов. Но это уже базовые вопросы инвестиционного климата. Значит ли это, что нам не надо работать над изменением нашей финансовой инфраструктуры? Конечно, нет! Конечно, мы должны работать и в рамках своих возможностей постараться все-таки создать благоприятные условия для инвесторов. Спасибо.

В. Пивоваров:

Спасибо залу за внимание, спасибо всем участникам за интересную дискуссию. Давайте, как предложил Дмитрий, продолжим двигаться...