



СТЕПАН ТОМЛЯНОВИЧ  
Директор Депозитария АКБ «РОСБАНК»

## О «СТРАТЕГИИ РАЗВИТИЯ ФИНАНСОВОГО РЫНКА РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ»

«Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации» (далее — Стратегия) — хорошо продуманный и взвешенный документ. Если регулятору удастся сохранить баланс между либерализацией рынка и повышением эффективности надзора и регулирования, у России появится шанс построить цивилизованный фондовый рынок, реально выполняющий свои макроэкономические функции. Самое трудное — мобилизовать необходимые ресурсы для реализации всех заявленных в Стратегии амбициозных целей. Замечания и пожелания к документу, конечно, есть и будут всегда, причем у разных групп участников они будут разные. И регулятору важно учесть те из них, которые не противоречат «генеральной линии» построения эффективного внутреннего рынка капиталов, а также найти в себе мужество отвергнуть предложения, уводящие в сторону.

К сожалению, по сложившейся «бюрократической традиции» регулятор выбрал довольно осторожные целевые показатели роста объемов рынка, которые в случае начала ожидаемого многими аналитиками «инвестиционного бума» будут легко «перекрыты» к 2008 г. и без активных действий со стороны ФСФР.

### О КОНКУРЕНТОСПОСОБНОСТИ РОССИЙСКИХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТИТУТОВ

Несмотря на заявленную цель — возврат большей части рынка российских финансовых активов на национальный рынок, предложенные в Стратегии меры носят системный, «общеукрепляющий» характер и не предусматривают никаких конкретных протекционистских мер. Понимается, что для опережающего развития рынка достаточно создать благоприятный законодательный режим, снизить транзакционные издержки и расширить набор доступных инструментов инвестирования. Такой подход вполне логичен в рамках либеральной парадигмы, которой придерживается большинство руководителей экономического блока правительства. Более того, практически все предложенные меры — от введения пруденциального надзора за профессиональными участниками рынка до ограничения инсайдерской торговли — действительно необходимы и пойдут рынку на пользу. Но не следует забывать о том, что либеральные рецепты лучше всего реализуются в сильных и развитых экономиках, так как не учитывают межстрановой конкуренции, приносящей дополнительную выгоду только развитым странам.

Даже успешно выполнив все перечисленные в Стратегии задачи, мы все равно рискуем потерять национальный фондовый рынок в результате скупки иностранным капиталом российских банков и брокерских компаний (как это случилось в странах Восточной Европы). Иностранные финансовые группы даже охотнее придут на прозрачный, интегрированный и эффективный рынок. Данный процесс уже начинает разворачиваться в российском банковском секторе, продемонстрировавшем в последние годы опережающие темпы роста. Поэтому все же представляется целесообразным ввести ограничения на иностранное участие в капитале российских финансовых посредников (хотя бы по аналогии с банками и страховыми компаниями). А усиление пруденциального надзора поможет регулятору решить проблему выбора критерия, по которому участник рынка можно считать российским.

Вместе с тем «спасение утопающих — дело рук самих утопающих». Если владельцы российских инвестиционных банков не захотят продать свой бизнес иностранным конкурентам ни дешево сегодня, ни гораздо дороже после реализации планов ФСФР, а предпочтут самостоятельно пользоваться открывающимися возможностями, никто им, надеюсь, не будет в этом препятствовать. И даже при полном отсут-



ствии внешней конкуренции владельцам финансовых компаний придется решать проблемы повышения их капитализации для соответствия вводимым пруденциальным нормам и формирования «компенсационных фондов». Способ решения российскими финансистами этих проблем и выявить их реальные бизнес-стратегии.

## О СОВЕРШЕНСТВОВАНИИ УЧЕТНО-РАСЧЕТНОЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ

Данному вопросу в Стратегии посвящено менее 4 страниц, поэтому сложно было бы ожидать от документа изложения конкретных планов консолидации учетной инфраструктуры. Тем не менее в сочетании с согласованной концепцией закона о Центральном депозитарии картина намерений регулятора в данной области вырисовывается достаточно ясно.

Необходимость создания Центрального депозитария не вызывает сомнения, но, как всегда, *«дьявол — в деталях»*. Например, эксклюзивное право Центрального депозитария на открытие счетов номинального держателя в реестрах акционеров торгуемых компаний логично и обосновано, так как исключает возможность децентрализации учета и расчетов по биржевым сделкам. С другой стороны, для неторгуемых ценных бумаг данное ограничение создаст неоправданные препятствия для развития рынка. Любой инвестор, желающий приобрести акции данного предприятия через депозитарий, будет вынужден дожидаться, пока обслуживающий его кастодиан подаст заявку в Центральный депозитарий на открытие счета номинального держателя в реестре. В свою очередь, последний не сразу найдет время и возможность отправиться в реестр и провести процедуру открытия счета. Представляется целесообразным сохранить право кастодиальных депозитариев открывать счета номинального держателя в реестрах владельцев ценных бумаг, не включенных в котировальные списки основных российских бирж.

При таком разделении полномочий Центральному депозитарию будет значительно проще взять на себя функцию единого информационного центра по корпоративным действиям, так как данные по инструментам, допущенным к обращению на бирже, как правило, более полны и доступны, а главное — востребованы широким кругом участников рынка.

Ограничение числа уровней номинального держателей также в целом яв-

ляется позитивным шагом. Настораживает лишь использование таких терминов, как *«крупные депозитарии»* и *«крупные кастодиальные депозитарии»*, для описания организаций, обеспечивающих доступ региональных брокеров-депозитариев соответственно к биржевому и внебиржевому рынку. Если под «крупными депозитариями» понимаются расчетные депозитарии бирж, это означает консервацию неоптимального состояния учетной инфраструктуры либо путем создания «виртуального» Центрального депозитария между расчетными депозитариями и регистраторами, либо в силу сохранения расчетных депозитариев как лишнего звена между брокерами и Центральным депозитарием. Более разумным представляется отказ от противопоставления расчетных и кастодиальных депозитариев и предоставление и тем и другим неограниченного прямого доступа в Центральный депозитарий, обусловленного соблюдением определенных технологических и финансовых критериев.

Спорным представляется и желание авторов Стратегии разделить центральный депозитарий и центральную «расчетно-клиринговую организацию». Если уж тратить ресурсы государства и участников рынка на создание единой учетной инфраструктуры, разработку эффективной системы управления и контроля рисков Центрального депозитария, то логично попытаться совместить в этой организации хранение и расчеты по ценным бумагам. С технологической точки зрения подобное объединение логично, система управления рисками при этом не будет более сложной, чем при наличии двух независимых организаций. Альтернативным подходом, позволяющим сэкономить средства участников рынка, могло бы стать сохранение клиринговых функций за фондовыми биржами.

## О СИСТЕМАХ УПРАВЛЕНИЯ РИСКАМИ ПРОФУЧАСТНИКОВ

Формирование системы пруденциального надзора на финансовом рынке — правильное и давно назревшее решение. Некоторое беспокойство вызывает лишь анонсированный план перехода на «индивидуализированный экспертный расчет норматива достаточности собственных средств». Коммерческие банки уже 15 лет работают по стандартным нормативам, и только в настоящий момент начинает обсуждаться введение качественной оценки деятельности. В условиях очевидного дефицита кадров для создания сис-

темы надзора адекватная оценка таких параметров, как «профессионализм персонала» и «качество риск-менеджмента», будет весьма затруднительна. Использование ограниченного количества простых нормативов, базирующихся на консолидированной отчетности инвестиционной компании по МСФО, оздоровит рынок и сделает конкуренцию на нем более прозрачной. Отдельный вопрос — готовность регулятора, сформированного согласно предложенным в Стратегии принципам, выступать *«действенным инструментом дисциплинарного воздействия на недобросовестные компании»*<sup>1</sup>.

## О РЕФОРМЕ СИСТЕМЫ РЕГУЛИРОВАНИЯ

Пожалуй, наименее четко прописана и вызывает больше всего вопросов реформа системы регулирования. Это и понятно, ведь реформировать самого себя — трудновыполнимая задача. Стремление регулятора построить структуру, по финансовой мощи сравнимую с Банком России, а по гибкости и учету интересов участников рынка напоминающую саморегулируемую организацию, совершенно очевидно. Но всякий проект, стремящийся объединить крайности, как правило, сталкивается с трудностями.

*Во-первых*, в отличие от ЦБР, данный орган не будет обладать «уставными» способами зарабатывать деньги (не брать же, в самом деле, плату за пруденциальный надзор!), а значит, будет зависеть либо от бюджета, либо от частных «спонсоров».

*Во-вторых*, разные группы участников рынка имеют разный уровень организованности и осознания групповых интересов. Если представители, например, брокерского сообщества действуют как сплоченная группа, которая наверняка будет эффективно защищать свои интересы через представителей в «коллегиальном регуляторе», то интересы индивидуальных портфельных инвесторов защищать будет некому.

*В-третьих*, неявно декларированный в Стратегии подход к построению национального рынка капиталов с помощью «национально-ориентированного» регулирования при подобной системе управления обречен на провал, так как сколько-нибудь масштабный приход на рынок иностранных игроков и повышение их влияния в «коллегиальном регуляторе» рано или поздно приведут к изменению системы регулирования рынка в пользу иностранных конкурентов и пресловутой «колониальной модели». ■

<sup>1</sup> Сомневаюсь, что, например, включение представителей коммерческих банков в состав Национального банковского совета пошло бы на пользу банковскому надзору.