

фондовый рынок

«Роль фондового рынка в развитии страны всегда была где-то сбоку»

интервью

(Окончание. Начало на стр. 25)

— С «активизмом»? Что это означает?

— Это новая в корпоративном управлении терминология. Она появилась на Западе в связи со скандалом вокруг Enron, и мы хотим ее обсудить, потому что в России она в некотором смысле уже существует. Но соответствующую идеологию используют не российские компании, а западные фонды, которые пытаются отстаивать свои права в российских акционерных обществах. Идея в следующем: наряду с менеджментом компании и советом директоров ответственность за качество корпоративного управления компании должны нести и институциональные инвесторы. Это идея активного взаимодействия управляющих инвестиционных фондов с эмитентами, проведения активной политики акционера компаний, входящих в инвестиционный портфель, по внедрению в этих компаниях принципов корпоративного поведения посредством взаимодействия с руководством компании, подготовки повестки собраний акционеров и голосования на них, проведения в состав совета директоров независимых кандидатур. И мы хотим обсудить, как мы это видим, как наши управляющие компании это видят, как наши акционерные общества это видят и насколько мы можем продвигаться по пути наделения ответственностью управляющих компаний за то, что происходит в области корпоративного управления в акционерных обществах.

Следующий вопрос — это проблема развития срочного рынка. С момента принятия в прошлом году соответствующего постановления ФКЦБ о требованиях к срочным сделкам этот рынок развивается достаточно бурно, что связано прежде всего с тем, что постановления разрешили риски. До принятия этого документа у нас все риски в конечном итоге ложились на торговую систему. Наше постановление определило, какие риски на кого ложатся, выделило специальную расчетную организацию, которая является в некотором смысле

конечным пунктом этих рисков, и определило, каким образом они должны управляться. Сейчас мы хотим посмотреть, как эта идея сработала, обсудить с профучастниками, что нужно делать, подвести итоги и понять, как строить развитие регулирования в будущем.

Также могу выделить «круглый стол», посвященный использованию предприятиями облигаций. Этот рынок начал активно развиваться после принятия год назад постановления ФКЦБ, в котором были утверждены стандарты эмиссии облигаций...

— По-моему, это не совсем корректное определение даты начала активного развития данного рынка...

— Я бы так сказал: у нас существовал рынок корпоративных облигаций и до этого, но мы все прекрасно знаем, что он в основном обслуживал вывод денег из рынка ГКО. И после того, как основная масса денег была выведена со счетов типа С, этот рынок умер. Принятие нашего постановления позволило его оживить, и мы очень довольны тем, что за последние полтора года объемы эмиссий на данном рынке существенно выросли. Так, объем корпоративных облигаций в обращении вырос за период с января 2001 года по начало сентября 2002 года с 40 до 84 млрд рублей.

Вторая часть этой секции — те самые краткосрочные облигации или коммерческие бумаги, о которых так долго говорила комиссия. Я могу сказать, что проект соответствующего закона полностью согласован с заинтересованными ведомствами и уже направлен в правительство, и мы надеемся, что до конца года он будет внесен в Госдуму. Мы считаем, что это очень хороший инструмент, который создаст новый достаточно ликвидный сектор на фондовом рынке.

— А эти краткосрочные облигации в силу упрощенной процедуры регистрации не сведут на нет рынок «традиционных» облигаций, развитием которых вы так гордитесь?

— В какой-то степени эти рынки, безусловно, будут делить средства инвесторов. Но с другой стороны, подобные рассу-



ждения мне напоминают старые разговоры о том, что якобы корпоративные облигации — это противники ГКО, поскольку они рассчитаны на того же инвестора. Но я считаю, что у каждого вида ценных бумаг есть свой инвестор и свой эмитент. И задача рынка и регулятора — обеспечить каналы, по которым они найдут друг друга. Я ничего страшного не вижу в том, что большая часть инвесторов может перейти на использование нового инструмента. Можно предположить, что этот сектор будет интересен для различных групп инвесторов, прежде всего для коммерческих банков, при условии формирования необходимого уровня ликвидности в данном секторе. С другой стороны, коммерческие бумаги, являясь краткосрочными инструментами с облегченным режимом регулирования, достаточно интересны для предприятий производственной сферы, нуждающихся в финансировании оборотного капитала. Тут тоже много о чем можно говорить: во-первых, мы представим схему, обсудим ее с профучастниками, расскажем, как мы видим ее работу.

Далее у нас в рамках конференции пройдет очередной совет по корпоративному управлению. Одна из главных тем — корпоративные директора, их роль, место и оценка их деятельности. Также недавно мы

приняли новое регулирование по процедуре подготовки и проведения собраний акционеров. Мы хотели бы поговорить на эту тему с эмитентами и с профучастниками, чтобы понять, какие проблемы они видят в этой сфере и как необходимо действовать дальше, чтобы обеспечивать прозрачность и более высокую технологичность проведения собраний акционеров.

Еще один вопрос, касающийся эмитентов, — это опционные менеджеры. Проблема очень серьезная, она активно обсуждается на Западе, и мы считаем, что и у нас к ней нужно подготовить в первую очередь эмитентов и в какой-то степени — профессиональное сообщество. Понятно, что рано или поздно нам необходимо будет регулировать эту проблему и решать, каково место данных опционов в соотношении интересов внутри АО и как они должны регулироваться. Отмечу, что это тот вопрос, который у нас в стране пока вообще никак не обсуждался на подобном уровне.

«В течение полтора-двух лет мы хотим перейти на международные стандарты финансовой отчетности»

— Все-таки мне, например, непонятно, как можно на практике сохранить систе-

му опционов и существенно снизить риск подделки отчетности. Ведь наличие явный конфликт интересов внутри каждого менеджера: чем лучше результаты он «нарисует», тем больше денег получит. История Enron поэтому не кажется чем-то удивительным...

— Вот именно это мы и хотели бы обсудить с эмитентами, профучастниками и экспертами, чтобы прийти к заключению, по какому пути мы пойдем. Не хотелось бы вдаваться в детали, но скажу, что пути решения этой проблемы имеются. Кстати, с данной задачей связан еще один важный вопрос, который будет обсуждаться в рамках совета по профуправлению, — это Кодекс профессиональной этики аудиторов, проект создания которого мы представим инвесторам. Основной принцип его внедрения будет такой же, что и в принятом в этом году Кодексе корпоративного поведения: если аудиторская компания подписывается под кодексом, она принимает на себя определенные обязательства, выходящие за рамки общеграндского права, которые потом должна будет выполнять. Что это за обязательства — предмет обсуждения с эмитентами, профучастниками рынка ценных бумаг и самими аудиторами.

Следующий семинар, который я бы хотел отметить, посвящен проблеме ответственности профучастников. На нем будут обсуждаться все те новые требования, которые возникли в последнее время как в связи с международными обязательствами России (в частности, по противодействию отмыванию доходов, полученных преступным путем), так и в связи с изменениями в российских законах об акционерных обществах, об инвестиционных фондах, о рынке ценных бумаг, поправками в Уголовный кодекс, относящимися к фондовому рынку. Эта тема обширна и серьезна, она уже вызывает достаточно большой интерес, и пока комиссия эту тему ни с кем никогда не обсуждала, хотя мы ее вынесли на конференцию.

Еще одна тема, которая очень важна, — это надзор за профессиональным участием. В какой-то степени соответствующий семинар продолжит семинар по отчетности, потому что отчетность — это база для надзора. Так вот, когда начнет работать новая система сбора данных от профучастников в электронном виде, у нас возникнет нормальный надзор, и мы будем обсуждать вопрос перехода от, скажем так, формального надзора за выполнением нормативов к надзору, основанному на контроле над рисками. — На Западе это называется risk based approach. Это нам позволит так отработать внутренние процедуры ФКЦБ, чтобы мы могли контролировать риски профучастников, после этого мы будем вводить новую систему надзора за профучастниками, основанную на оценке их рисков. Я думаю, что для профессионального общества в нашей стране это нечто новое...

— Простите, а разве не по такому принципу устроены международные стандарты финансовой отчетности, по которым многие наши компании уже готовят свои документы?

— Я бы сказал, что так устроены самые современные международные стандарты и профессиональной деятельности, и регулирования, и отчетности, скажем, в США или Великобритании. А в целом ряде стран они такие же, как у нас. Поэтому мы сейчас говорим о том, что в течение полутора-двух лет хотим перейти на международные стандарты финансовой отчетности плюс на risk based approach. Они связаны, их нельзя разделить. То есть это пойдет параллельно, и естественно, мы хотим это обсудить с профучастниками, поскольку речь идет о них, и они должны понимать, в каком направлении пойдет регулятор.

Далее у нас большая секция, которую мы делаем совместно с Центробанком. Она посвящена расчетам и клирингу на фондовом рынке. Это тоже тема острая на сегодняшний день, поскольку у нас есть проблема, прежде всего с иностранными инвесторами, в части реализации принципа поставки против платежа. Вот

здесь очень серьезно возникает вопрос о создании центрального депозитария, мы видим пути совершенствования системы расчетов, мы хотим обсудить с профобществом и дальше вместе с ЦБ пути по реализации в полном объеме принципа поставки против платежа, потому что на сегодняшний день нерешенность этой проблемы является одним из сдерживающих факторов для прихода на наш рынок иностранных инвесторов.

Также мне бы хотелось отметить секцию, посвященную применению страхования рисков профучастников на фондовом рынке. Это, конечно, тоже вопрос, который мы уже обсуждали с профессиональным сообществом, но, к сожалению, профобщество пока не пришло к какому-то заключению. А мы хотели бы, чтобы инициатива здесь шла как раз с их стороны, и хотели бы обсудить, почему подобные услуги пока не востребованы участниками фондового рынка.

Еще будет много секций, но я бы остановился в заключение на секции, которая связана с российскими депозитарными расписками. Это довольно интересный инструмент, вопрос о котором поднимается с начала прошлого года, мы считаем, что сейчас уже настало время его более детально обсудить, понять, каким образом можно приступить к реализации этого механизма. Поэтому мы и предлагаем обсудить это с профессиональными участниками фондового рынка.

«Участники рынка уходят от того, чтобы заниматься мелкой политикой»

— А выборы экспертного совета ФКЦБ, которые будут проводиться на конференции?

— Естественно, что параллельно с секциями пройдут выборы экспертного совета ФКЦБ. И хочу отметить, что последние два года экспертный совет поработал достаточно эффективно, мы считаем, что он нам хорошо помогал. И были случаи, вы о них тоже не раз писали, что и документы возвращались, и критика была со стороны совета, и изменялись формулировки, но это тот меха-

низм, который помогает вырабатывать профессиональные решения, и я должен поблагодарить участников нынешнего экспертного совета. Хотя могу сказать, что многие из них приходили и жаловались, что слишком много работы. Есть даже один человек, который, несмотря на то что его хотят выдвинуть в совет, попросил самоотвод, потому что он не в состоянии справиться с таким объемом работы. В ходе прошлых выборов в экспертный совет все воспринимали это как почетную должность, но никто не думал, что с этим связан достаточно большой круг обязанностей. Но я думаю, что теперь уже все понимаем, — это не просто почетное сидение в президиуме, а реальная работа, и довольно большая. И экспертному совету приходится зачастую быстро реагировать на проекты нормативных документов, которые выносятся на его рассмотрение ФКЦБ.

— Скажите, а что вы считаете главным событием на российском фондовом рынке за два года, прошедшие со времени предыдущей конференции?

— Изменение отношения западного инвестиционного сообщества к российскому фондовому рынку. На сегодняшний день уже все, что на Западе профессионально работает с российским фондовым рынком, реально изменили свое отношение в силу реформ, которые были сделаны. — не только реформ на фондовом рынке, но и благодаря политической стабильности, экономическому росту в стране. Я думаю, что это изменение отношения позволяло говорить о больших перспективах развития российского рынка. И второе, наверное, то, что фондовый рынок сам по себе, то есть его профессиональные участники уходят от того, чтобы заниматься мелкой политикой, а начинают сосредотачиваться собственно на проблемах рынка, на проблемах привлечения сбережений в экономику. Мы видим, что инвестиции в реальный сектор начиная с 2000 года во все возрастающей степени финансируются за счет фондового рынка — например, за счет того же рынка облигаций. И это внушает большой оптимизм. Это

«Эта форма демократии должна вырости в нечто иное»

Глава экспертного совета ФКЦБ считает данный орган неэффективным

интервью

Выборы экспертного совета ФКЦБ традиционно считаются одним из главных событий Всероссийской конференции участников фондового рынка. И это не удивительно: участники рынка выбирают на ближайшие два года своих наиболее авторитетных представителей для работы в консультативном органе ФКЦБ. Однако нынешний глава совета КОНСТАНТИН КОРИЩЕНКО считает, что подобная практика безнадежно устарела. В интервью специальному корреспонденту "Ъ" ПЕТРУ РУШАЙЛО он заявил, что в консультативном органе ФКЦБ должны работать не публично избранные представители профсообщества, а наемные эксперты. А нанимать их лучше всего через саморегулируемые организации.

«То, что решением совета можно пренебречь, не главное»

— Как вы оцениваете работу экспертного совета за те полтора года, в течение которых вы были его председателем?

— Самый главный результат — то, что экспертный совет работал и те люди, которые в него были избраны, тоже работали. Мы регулярно собирались, шли интересные дискуссии и не было безразличного отношения к обсуждавшимся документам. За все это время я помню только один раз, когда мы не смогли собрать кворум, да и то в летний период, когда многие были в отпусках, пришлось просто обсудить материал, а потом вернуться к нему еще раз. Но даже и в тот раз решено было не расходиться, а все-таки обсудить материалы.

Второе, что я хотел бы отметить и что считаю положительным итогом, — экспертный совет был практически деполитизирован, я не могу вспомнить какагонибудь шумного эпизода или какого-либо еще случая, когда экспертный совет каким-то образом был вовлечен в выяснение отношений. Наши дискуссии всегда носили рабочий характер и не доходили до выяснения отношений вроде «ты за кого, за белых или за красных». Третье — то, что экспертный совет в своей работе на самом деле лишь в каком-то смысле вершина айсберга, а реально в работе экспертного совета незримо принимало участие очень большое количество людей, потому что каждый или почти каждый член совета использовал ресурсы, доступные ему: представители саморегулируемых организаций, бирж, компаний так или иначе привлекали своих специалистов, и, соответственно, мнение, которое они отражали, уже носило характер не только личных знаний и представле-



ний, а мнений соответствующих компаний и организаций. Так что можно сказать, что и степень проработки документов была достаточно высокой.

— А много замечаний было к проектам документов, которые готовила ФКЦБ?

— Иногда много. Но должен отметить, что проработка документов, которые готовила федеральная комиссия, была серьезной, поскольку даже если и существовали разногласия, то по крайней мере это было не какое-то там непродуманное решение, а позиция, которую представитель комиссии отстаивал, вокруг которой могли разворачиваться споры, могли быть разные мнения.

— Как реагировали на замечания членов комиссии в ФКЦБ? И вообще, как реально влияла позиция экспертного совета на принятие решений?

— Здесь мы подходим к тому вопросу, который для меня, наверное, самый существенный в отношении экспертного совета, а именно — его роль, место, значение, функция в системе регулирования фондового рынка.

Каждая структура, каждый элемент структуры регулирования, как и все другое, развивается. В какой-то момент он выполняет одну функцию, в какой-то — другую, в какой-то момент он востребован больше, в какой-то — меньше. И с моей точки зрения, экспертный совет в том варианте, в каком он был создан в процессе становления фондового рынка и существует до сих пор, наверное, уже в значительной степени не востребован. Потому что объем документов, их сложность, их взаимоувязанность сегодня таковы, что их надо рассматривать очень глубоко, подробно, долго, внимательно и методично. И самое главное, даже не рассматривать, а согласовывать, ведь по сути се-

годня роль экспертного совета оказалась в том, что он стал в какой-то степени совещанием по согласованию позиций, которые не были согласованы до него и потому неким не совсем прозрачным образом согласовывались, а на совете было именно публичное согласование.

Но для того, чтобы публично согласовывать позиции, необходимо вводить некие более сложные процедуры, чем те, что существуют на данный момент. Например, если мы возьмем, условно говоря, Госдуму, где согласуют законопроекты, то у них есть процедура создания таблицы разногласий, таблицы поправок, и там от поправки к поправке, от разногласия к разногласию идет обсуждение, идет голосование и т. д. В форме экспертного совета ФКЦБ этого сделать просто нельзя.

— Это связано с тем, что решения совета не обязательны к исполнению и, следовательно, люди не готовы вводить столь сложные процедуры, когда решением совета можно пренебречь и эффект данной деятельности может оказаться нулевым?

— Здесь вопрос не прав совета, здесь вопрос просто времени. Посмотрите, сколько заседают, условно говоря, комитеты той же Думы и как часто заседает экспертный совет. И получается, что, если человек хочет действительно продуктивно работать в совете, он тратит большое количество своего времени, сил, знаний, начинает привлекать довольно много людей. Тогда это, вообще говоря, уже не общественная нагрузка, а нечто более серьезное. И такая «общественность» экспертного совета — идея, которая уже устарела. А насчет того, что решением совета можно пренебречь, мне кажется, в данном случае это не главное. Я не вижу в будущем и не видел в прошлом особенно серьезных ситуаций, когда имело смысл пользоваться этим пресловутым правом экспертного совета приостанавливать на полгода вступление в силу постановлений ФКЦБ — на самом деле это лишь трескущий политический лозунг, это опять же пережитки розового периода демократии. Так вопросы не решаются, это просто провоцирование скандала — и все. На деле серьезные проблемы надо решать путем переговоров.

— Вы противоречите сами себе. С одной стороны, вначале сказали, что дискуссии в совете были полезными и проработка материалов глубокой, с другой — что они уже мало эффективны...

— Любое обсуждение полезно. Вопрос в том, какого качества, объема и какого вида результат вы получаете. Потому что разговор: надо бы поправить вот так, уважаемая федеральная комиссия, вы поняли, вы согласны? Представитель ФКЦБ отвечает: мы в принципе поняли замечание и согласны с ним. Но ведь на самом деле документы же не пишутся в принципе. В каждом документе слово или даже запятая, стоящие в определенном месте, что-то обозначают. И выверка таких подробностей — кропотливое дело. А именно эта работа оказалась в совете невозможна, и де-факто в определенном смысле стал выполнять функцию некой саморегулируемой организации, призванной доносить до чиновников мнения участников рынка.

«Пытаться найти согласованную позицию на общем совещании не всегда правильно»

— Вы говорите о нехватке времени на нормальные процедуры обсуждения проектов ФКЦБ. Решается ли этот вопрос созданием некоего аппарата при экспертном совете?

— На первый взгляд такая идея могла бы решить проблему, но на практике все не так просто. Понимаем, аппарат не бывает «в воздухе», он всегда при ком-то. И если сделать аппарат совета при федеральной комиссии, то, честно говоря, большого смысла в таком аппарате для совета нет. Потому что волюн или неволю люди, получающие зарплату в комиссии, будут стремиться способствовать решению вопроса работодателей. Это даже не из-за денег, это чистая психология.

Поэтому мне кажется, что все-таки механизм обсуждения проектов решений ФКЦБ может быть менее формальный, но более практичный, к примеру будучи реализован как механизм некоего согласования в рамках саморегулируемых организаций. Кстати, отмечу, что в экспертном совете ФКЦБ пересекаются интересы как представителей рынка, так и представителей различных государственных ведомств, а это уж совсем нехорошо. Потому что, условно говоря, любой разговор может вестись и в мужской, и в женской, и в смешанной компании, но есть некие темы, которые приняты только в кругу мужчин или только женщин. Так и здесь — есть переговоры и обсуждения, которые ведутся только на совещаниях представителей государства или только участников рынка. Совершенно очевидно, что у этих двух групп есть некое объективное противоречие интересов. И поэтому пытаться найти согласованную позицию на общем совещании тоже не

всегда правильно, поскольку некоторые аргументы не могут быть высказаны.

— И кроме того, у многих ведомств есть возможность влиять на подготовленные ФКЦБ документы в ходе процедур согласования в аппарате правительства...

— Совершенно верно, и это тоже большой вопрос. Представьте, сидит на заседании совета представитель какого-либо ведомства, высказывает какую-то позицию. Вопреки — кропотливое дело. А именно эта работа оказалась в совете невозможна, и де-факто в определенном смысле стал выполнять функцию некой саморегулируемой организации, призванной доносить до чиновников мнения участников рынка.

«Пытаться найти согласованную позицию на общем совещании не всегда правильно»

— Вы говорите о нехватке времени на нормальные процедуры обсуждения проектов ФКЦБ. Решается ли этот вопрос созданием некоего аппарата при экспертном совете?

— На первый взгляд такая идея могла бы решить проблему, но на практике все не так просто. Понимаем, аппарат не бывает «в воздухе», он всегда при ком-то. И если сделать аппарат совета при федеральной комиссии, то, честно говоря, большого смысла в таком аппарате для совета нет. Потому что волюн или неволю люди, получающие зарплату в комиссии, будут стремиться способствовать решению вопроса работодателей. Это даже не из-за денег, это чистая психология.

Поэтому мне кажется, что все-таки механизм обсуждения проектов решений ФКЦБ может быть менее формальный, но более практичный, к примеру будучи реализован как механизм некоего согласования в рамках саморегулируемых организаций. Кстати, отмечу, что в экспертном совете ФКЦБ пересекаются интересы как представителей рынка, так и представителей различных государственных ведомств, а это уж совсем нехорошо. Потому что, условно говоря, любой разговор может вестись и в мужской, и в женской, и в смешанной компании, но есть некие темы, которые приняты только в кругу мужчин или только женщин. Так и здесь — есть переговоры и обсуждения, которые ведутся только на совещаниях представителей государства или только участников рынка. Совершенно очевидно, что у этих двух групп есть некое объективное противоречие интересов. И поэтому пытаться найти согласованную позицию на общем совещании тоже не

Вопрос абсолютно правильный, он относится к самой сути экспертного совета. В смысле что же является главным в работе экспертного совета — публичность обсуждения или глубина. В этом плане в отношении публичности можно вспомнить дискуссию, что должен работать в Госдуме, — профессиональные юристы или публичные ораторы. Учитывая, что за последние годы нормативная база фондового рынка существенно усложнилась, роль глубокого и подробного обсуждения документов, согласования нюансов становится гораздо более важным аспектом подготовки нормативных актов, чем публичность их обсуждения.

— Кстати, а лично вы после недавнего назначения на должность зампреда ЦБ находите время для работы в экспертном совете?

— К сожалению, нет — уже больше месяца почти не занимаюсь этими вопросами. Но после конференции я практически со стопроцентной вероятностью покину экспертный совет. Как участник рынка, я уже не могу туда избираться, а представлять ЦБ в экспертном совете, видимо, будет, но вряд ли это буду я.

— Тогда скажите напоследок, какая проблема, с вашей точки зрения, является сегодня наиболее актуальной для российского рынка?

— Проблема организации клиринга. Поскольку вопрос ликвидности, включающий в себя вопросы рисков и стоимости операций, больше всего концентрируется как раз здесь. И в моем понимании клиринг как вид деятельности — это монопольный вид деятельности. Я не могу себе представить, каким образом в рамках одного и того же рынка может существовать несколько клиринговых организаций, потому что реально это лишние издержки, лишние риски, и любой участник рынка не будет распределять средства между разными системами, а выберет ту, которая ему удобнее, что довольно быстро приведет к концентрации клиринговой деятельности в одном месте. А раз это монопольная деятельность, то вот тут как раз начинается работать другая логика: что скорее всего это организация не должна ориентироваться на получение прибыли, а должна быть организацией, которая предоставляет разумное качество сервиса по разумной цене, с разумным уровнем риска. Здесь роль государства, наверное, должна быть достаточно велика, поскольку отсутствие регулирования тарифов подобной монополии может привести к стагнации на рынке в угоду интересам одной организации.