



ПЕТР РУШАЙЛО,

РЕДАКТОР BUSINESS GUIDE

«ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ»

## ПЕРЕЗАГРУЗКА ВМЕСТО РЕВОЛЮЦИИ

Как всегда, кризис всколыхнул дискуссии на вечную тему «что делать?». И конечно, нельзя оставаться от этого в стороне, ведь подобного рода вопросы являются нашим большим местом. Ряд ответов на них, надеюсь, вы получите на стр. 26–31.

Обидно другое. Как раз в день сдачи данного номера я говорил с бывшей сослуживицей, которая давно уже ушла работать в структуры фондового рынка, но теперь винит его участников в том, что те «проморгали» кризис. Так вот, не вступая в дискуссию с теми, кто думает, что кто-то что-то «проморгал» или открыл что-то новое, просто цитирую.

«Грядущую революцию эксперты PricewaterhouseCoopers именуют второй; первая, по их мнению, произошла в США после биржевого краха 1929 года, когда местная Комиссия по ценным бумагам потребовала от открытых акционерных обществ ежегодной публикации заверенной аудиторами финансовой отчетности. Такой терминологический подход показывает, что на нынешнем этапе мир бизнеса ждет не меньшие изменения. Как и положено истинным революционерам, авторы начинают свою книгу с довольно экспрессивного „Манифеста второй революции“. „Сложившаяся модель корпоративной отчетности причиняет вред тем, кому она призвана и должна служить к вящей пользе. От нее страдают и компании, готовящие отчеты, и инвесторы, эти отчеты читающие. Такого не должно быть!“ — так начинается манифест.

Вывод делается следующий. Для бизнеса сложившаяся ситуация неприемлема, и он неминуемо должен взять инициативу в свои руки, разработать новые критерии оценки эффективности деятельности компаний и начать поставлять на рынок информацию в соответствии с этими критериями».

Извините за столь длинную для авторской колонки цитату. Просто дело в том, что все это писал я — еще в 2002 году в рецензии на книгу специалистов РвС для журнала «Секрет фирмы».

Так что опять, по сути, как и во времена нашей любимой революции, все происходящее — повторение давно пройденного манифеста. Не говоря уже о своеобразном свежем манифесте журнала «Коммерсантъ-Деньги», еще в начале года сменившего название рубрики «Разговор недели» на «Кризисное управление». Словом, кто не слышал — тот и виноват.



КОЛОНКА РЕДАКТОРА

# УРОКИ ТРУДНОГО ВРЕМЕНИ

СТРЕМИТЕЛЬНОЕ ПАДЕНИЕ РОССИЙСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА, В РЕЗУЛЬТАТЕ КОТОРОГО АКЦИИ ОТЕЧЕСТВЕННЫХ КОМПАНИЙ ПОДЕШЕВЕЛИ ГОРАЗДО СИЛЬНЕЕ БУМАГ ИХ ЗАРУБЕЖНЫХ АНАЛОГОВ, ЗАСТАВИЛО ЗАДУМАТЬСЯ ОБ ЭФФЕКТИВНОСТИ САМОЙ СТРУКТУРЫ НАШЕГО ФИНАНСОВОГО РЫНКА И ЕГО РЕГУЛИРОВАНИЯ. ВГ РЕШИЛ ВЫЯСНИТЬ, ЧТО ДУМАЮТ ПО ЭТОМУ ПОВОДУ САМИ УЧАСТНИКИ РЫНКА И КАКИЕ ВЫВОДЫ ИЗ ПРОИСШЕДШЕГО ОНИ ДЛЯ СЕБЯ УЖЕ СДЕЛАЛИ. ПЕТР РУШАЙЛО

На российском финансовом рынке присутствует довольно много игроков: только в сегменте фондового рынка в качестве брокеров и дилеров — более 500 компаний. А есть еще регистраторы, депозитарии, управляющие компании. А еще сегменты валютного и срочного рынков...

При этом участники этих рынков представляют собой довольно разношерстную массу — от компаний численностью три человека и частных инвесторов до крупнейших банков и инвестиционных компаний. Однако готовя этот материал, мы не ставили перед собой задачи выяснить некий срез их мнений относительно проблем рынка «в среднем по отделениям больницы».

Скорее нас интересовало, какие их выводы из нынешнего кризиса могут привести к изменениям в устройстве структуры российского рынка и правил игры на нем, в том числе в результате мер, принимаемых главным на сегодняшний день игроком — государством. Поэтому мы решили выяснить мнение по данному вопросу лоббистских организаций — профессиональных ассоциаций участников рынка.

По результатам беседы с ними мы выявили несколько общих проблем, на необходимости решения которых эти организации сходятся. Вкратце их можно описать как отсутствие на рынке нормальных инвесторов и адекватного регулирования, а также фактическая профессиональная непригодность значительной части участников рынка, официально именуемых как раз «профессиональными».

**ВНЕШНИЕ УГРОЗЫ** Стремительное бегство западных инвесторов с российского рынка в течение последних трех месяцев, безусловно, не могло не впечатлить наших экспертов. Хотя удивляться здесь особенно нечему — такое наблюдалось на всех развивающихся рынках. А то, что российский оказался в числе лидеров падения, возможно, объясняется предыдущей «слишком сладкой» жизнью: наш рынок слишком поздно начал падать, и вплоть до последнего времени инвесторы могли уйти с него, не фиксируя при этом серьезных убытков. Тем не менее, как всегда бывает после подобных событий, дискуссия о

необходимости уменьшения зависимости отечественного рынка от глобальных потрясений не могла не возникнуть.

**Константин Волков, президент Национальной фондовой ассоциации (НФА):** «В последнее время активно обсуждалась тема формирования в России международного финансового центра (МФЦ) — при полном отсутствии количественных критериев его можно считать уже созданным. Так вот первый урок кризиса состоит в том, что МФЦ должен опираться на внутренний рынок, на внутренних инвесторов, эмитентов, профессиональных участников. Сейчас это стало модной темой, хотя два-три года назад это почему-то было недоступно пониманию многих нынешних апологетов, ратовавших за всемерную глобализацию и либерализацию. Но текущий кризис показал, что приоритет национального должен быть альфой и омегой любого направления развития рынка и любого его регулирования».

**Алексей Тимофеев, председатель правления Национальной ассоциации участников фондового рынка:** «Я думаю, главный вывод для фондового, да и для всего финансового, рынка — необходимость создания в России международного финансового центра. Финансовый кризис просто подтвердил, что в структуре российского рынка есть системные недостатки, которые необходимо исправлять. Самая главная проблема — это отсутствие долгосрочных инвесторов, как внутренних, так и внешних. Отсутствие внутреннего долгосрочного инвестора — это отсутствие населения, прямо либо косвенно, например через негосударственные пенсионные фонды, инвестирующего средства в российский рынок. Отсутствие внешнего долгосрочного инвестора — это отсутствие иностранных розничных инвестиционных фондов и иностранных негосударственных пенсионных фондов. Это те инвесторы, которые стабилизируют рынок. Их у нас не было, поэтому и кризис на нашем рынке протекал острее, чем на других».

Отметим, что снижение доли на рынке краткосрочного спекулятивного капитала как метод борьбы с кризисными явлениями обсуждается уже не впервые. Например, после кризиса 1998 года предлагался механизм резервирования средств под операции иностранных участников,

что облегчило бы проблему контроля за трансграничным движением капиталов, а также введение налога на краткосрочные инвестиции.

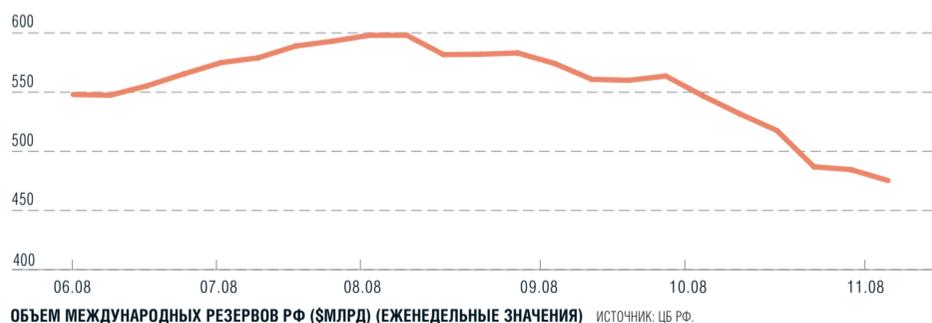
Однако на практике все оказалось не так просто. Скажем, деление капиталов на «национальный» и «иностраный» довольно затруднительно в условиях, когда многие российские игроки инвестируют средства в отечественный рынок через офшоры; и, честно говоря, слишком сильно винить их за это сложно: при нашей системе защиты прав собственности более надежным представляется иметь возможность отстаивать эти права в рамках западной юрисдикции. Что касается дифференциации уровня налогообложения в зависимости от сроков инвестирования, такая система действует, например, в США для частных инвесторов.

На этот раз тема налогообложения тоже возникла, правда, в несколько ином ракурсе. Равно как и тема стимулирования допуска на рынок «правильных» участников.

Алексей Тимофеев: «Очень много мер, которые требуют своего принятия для того, чтобы на самом деле решить задачу создания МФЦ. Наиболее эффективными и обязательными являются меры по изменению режима налогообложения. И здесь нужно быть довольно решительными, потому что режим налогообложения непосредственно сказывается на доходности операций на рынке и предопределяется конкуренцией с налоговыми режимами других стран, решающих аналогичные задачи. Наш режим налогообложения на фондовом рынке неконкурентоспособен. От налогов должны быть освобождены граждане, которые владели ценными бумагами более одного года, кроме того, они должны быть освобождены от налогов на дивиденды и проценты по ценным бумагам. Однако и этого недостаточно — должны быть созданы индивидуальные пенсионные продукты, предусматривающие налоговые вычеты из средств, направляемых на инвестиции на фондовом рынке, при условии что такие средства будут возвращаться к гражданину по достижении пенсионного возраста. Так же можно поступить со средствами на образование детей, на инвестиции в приоритетные для государства отрасли. Мы предлагаем освободить от налогообложения операции с ценными бумагами институциональных инвесторов: кредитных организаций, страховых организаций, дилеров на рынке ценных бумаг и негосударственных пенсионных фондов.

Повторюсь, эти предложения основаны на международном опыте. Мы видим, что в подавляющем большинстве случаев в тех странах, которые сегодня решают задачу создания международного финансового центра, режим налогообложения чрезвычайно мягкий. Речь не идет о тех странах, которые давно сформировались как международный финансовый центр — они могут позволить себе достаточно неудобный налоговый режим. Но все остальные страны, которые с ними и между собой конкурируют за этот статус сегодня, идут на радикальное облег-

**ВАЖНЕЙШЕЙ ПРОБЛЕМОЙ, КОТОРУЮ ВЫЯВИЛ КРИЗИС, СТАЛО ОТСУТВИЕ АДЕКВАТНОЙ СИСТЕМЫ РЕГУЛИРОВАНИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ**



ИСТОЧНИК: ЦБ РФ.



ИСТОЧНИК: REUTERS.

ЭКСПЕРТНАЯ ОЦЕНКА