

## ЭКСПЕРТНАЯ ОЦЕНКА

чение налоговой нагрузки. В этом смысле мы предлагаем взвешенный подход, не превращающий страну в офшор».

Константин Волков: «Второй главный вывод из кризиса: основу развитого фондового рынка, на котором ведутся технологичные и высокорисковые операции, составят высококапитализированные организации, прежде всего банки. Только они в состоянии относительно безболезненно перенести серьезные его колебания в условиях кризиса. Иная ситуация с другими инвестиционными институтами. Так, кризисом нанесен серьезный урон отрасли доверительного управления и коллективных инвестиций, которая в значительной степени оказалась неподготовленной к условиям постоянно падающего рынка. Сказанное не означает принижения роли иных участников для нормального функционирования рынка — просто у каждой из категорий своя функция и своя ниша. Базу же на российском рынке формируют банки, это „медицинский факт“».

За необходимость непосредственной профессиональной деятельности банков с ценными бумагами жестко высказался сам кризис, подведя, таким образом, итог многолетней дискуссии, выставив нелицеприятные оценки сторонникам так называемой англосаксонской модели рынка».

**Анатолий Гавриленко, председатель Российского биржевого союза:** «Большая тема — это отсутствие национальной рейтинговой системы в России. Мы тупо положились на международные рейтинговые агентства, и к чему это привело? Во-первых, к тому, что сегодня, когда наше правительство пытается понять, что происходит на рынке или в той или иной компании, оно вынуждено руководствоваться теми данными рейтинговых агентств, которые делает Запад. Во-вторых, Запад это делает за деньги и по ему одному понятному принципу. В-третьих, я недавно разговаривал с Национальным рейтинговым агентством (крупнейший российский участник рынка. — **ВГ**) и спросил их: когда случился кризис, вас приглашали для оценки ситуации? Они сказали, что нет. То есть они никому не нужны, их никто не знает. Хотя в принципе их надо пригласить и сказать: как вы оцениваете компании? Как вы считаете, какой будет процент банкротств? И последнее — на это очень смешно смотреть — это то, что мы даем российские деньги банкам и другим компаниям в зависимости от иностранных рейтингов. Надо бы эту процедуру перевести на национальную рейтинговую шкалу».

**ВНУТРЕННИЕ РИСКИ** Вторая группа проблем, которую отметили наши эксперты, связана с неготовностью собственно российской системы финансового рынка работать в условиях кризиса. Во-первых, поскольку менеджмент финансовых компаний не умеет нормально работать с рисками. Вторая часть проблемы тесно связана с первой — несоответствие капитала участников рынка объемам их операций.

**Алексей Мамонтов, президент Московской международной валютной ассоциации:** «Из каждого кризиса наши банки извлекают для себя новые уроки. Так, первый кризис межбанковского рынка разразился в августе 1995 года. По его итогам банки стали контролировать риски друг на друга, ввели эффективную систему риск-менеджмента. Были созданы аналитические подразделения, методика и практика открытия взаимных лимитов. То есть, по сути, банки впервые признали необходимость определения рисков и управления этими рисками на конкретных контрагентов. Романтический период почти безграничного доверия банков друг к другу закончился раз и навсегда. После кризиса 98-го года банки сделали новый немаловажный вывод: необходимо контролировать риски и «на государство», на эмитируемые им финансовые инструменты, на его деятельность на рынке в целом. И, наконец, сегодня важнейшим уроком для банков и для участников финансового рынка становится то, что оценку возможных рисков необходимо переносить уже на глобальный уровень — внимательнее и

глубже отслеживать процессы, протекающие в мировой экономике и финансовой сфере, упреждать угрозы, связанные с влиянием этих изменений на национальную и собственную локальную ситуацию. Считаю, что абсолютное большинство отечественных финансовых институтов, попавших в трудное положение, либо недооценивали либо вовсе не просчитывали риски, пришедшие извне, и, соответственно, не смогли адекватно на них среагировать. Ведь первые сигналы о разворачивающемся кризисе стали поступать еще в сентябре прошлого года, а соответствующие выводы тогда сделали лишь единицы».

**Виктор Плескачевский, председатель комитета по собственности ГД РФ, председатель совета директоров Профессиональной ассоциации регистраторов, трансферентов и депозитариев (ПАРТАД):** «В США, как в некоторой степени и у нас, основной источник проблем связан с тем, что менеджеры крупных предприятий, в первую очередь финансовых институтов, генерировали финансовый поток в том числе и за счет активов второй свежести, таких, как облигации subprime, например. Причина такого их поведения проста: это просто приносило им бонусы — такой вот примитивный материальный интерес. Чем больше объемы операций, тем больше бонусы менеджеров. При этом — и это второй фактор — все это происходило при попустительстве регулятора, который не отслеживал долю этих рискованных активов в структуре активов банка. В результате накопившиеся риски превысили некий порог, и финансовая система не выдержала».

Поэтому мы много лет уже говорим, что необходимо введение пруденциального надзора не только в банковской сфере (хотя, как видно, в банковской сфере оно у нас не лучшее), но в финансовой сфере в целом. Не знаю, каким методом это лучше реализовать — законодательным или через введение неких правил корпоративного поведения, то есть разработкой требований к финансовому институту со стороны регуляторов, чтобы, например, вознаграждение менеджера не зависело напрямую от рискованных операций. Можно же построить так: допустим, бонус зависит от объема операций минус рискованные. Тогда получится, что менеджер будет заинтересован в развитии деятельности банка или финансовой структуры, но не будет заинтересован залезать в опасные сферы. Во всяком случае, будет сдерживать свой аппетит к рискам».

Анатолий Гавриленко: «В России не существует национальной системы риск-менеджмента. У нас есть система построения риск-менеджмента по западным критериям, а национальной, привязанной к особенностям именно российской экономики нет. Проходят какие-то конференции, но когда что-то вдруг произошло, то про риск-менеджмент никто даже и не вспоминает, потому что как такового его нет».

Константин Волков: «Нас ожидает серьезное изменение структуры рынка и состава его участников за счет значительного сокращения низкокапитализированных и/или пренебрегших грамотным риск-менеджментом компаний и банков, оно уже происходит. Кризис показал также, что важнейшее внимание в развитии российского фондового рынка необходимо уделять проблемам ликвидности и рефинансирования. Это кажется очевидным, но даже в горящемся ФСФР проекте Стратегии развития финансового рынка об этом практически не говорится. А без такой высокотехнологичной и постоянно развивающейся системы даже большой по объему финансовый рынок (как показывает и зарубежный опыт) оказывается «великаном на глиняных ногах». К большому сожалению, для нашего регулятора это до сих пор неочевидно, и выстроенные НФА под эгидой Банка России и очень востребованные рынком механизмы и элементы рефинансирования — начиная от генерального соглашения по РЕПО и кончая облигационным фиксингом — до сих пор ФСФР не согласованы».



## ЭКСПЕРТНАЯ ОЦЕНКА

**ПРАВИЛА ИГРЫ** Еще одной важнейшей проблемой, которую выявил кризис, стало, по мнению наших собеседников, отсутствие адекватной системы регулирования финансовых рынков. В предыдущей главке мы уже слегка затронули данную тему, а теперь остановимся подробнее. Начнем с критики политики регуляторов.

Виктор Плескачевский: «Когда у нас активы каких-либо банков оказались сверхрискованными, то есть, грубо говоря, трижды перезаложены под операции на фондовом рынке, это означает, что ЦБ свою функцию регулятора в этой части не выполнил. Также для меня очевидно, что свою негативную роль сыграл и недавний бум потребительского кредитования: сегодня никто не знает точно объема невозвращенных кредитов. У нас нет инструментов, регулирующих риски в этой сфере, а мы знаем, что потребительское кредитование, равно как ипотека, это, мягко говоря, достаточно рискованные виды кредитования. При этом их доля в структуре активов банков оказалась весьма высока, что сегодня при снижении стоимости этих активов как залога приводит к непростой ситуации. Опять вина регулятора. Поэтому наш основной вывод: нужно глубокое осмысление новых подходов к системе управления рисками и новых подходов к регулированию вообще. Зачем нужно сидеть по ночам в кризисной ситуации представителям Минфина, Центробанка, ФСФР, отдельных банков? А может быть, пришла пора создать единый орган по финансовому регулированию, который будет вырабатывать упреждающие общие правила, решит проблему, например, того, что на финансовом рынке сегодня банки имеют больше возможностей сочетать свои консервативные операции с рискованными операциями, нежели только на фондовом рынке».

Анатолий Гавриленко: «Сегодня у нас спасают банковскую систему, но ничего не делают для помощи финансовым компаниям. Естественно, это приведет к достаточно серьезным потерям финансового рынка. Особенно меня беспокоит то, что творится в регионах. Там финансовые компании поддерживали региональные компании реального сектора. И покупали акции второго, третьего, четвертого эшелонов, которые сейчас оказались полным неликвидом. И это не их вина, что они покупали — они правильно делали, они поддерживали региональные предприятия. Но проводившие здравую политику грамотные компании оказались в сложном положении, а государство даже не думает, чтобы каким-то образом им в чем-то помочь. Из этого вывод следующий: наша система построения финансового рынка, в том числе его регулирования, неадекватна состоянию развития самого финансового рынка. То есть рынок намного более развит и намного более значим, чем это отражается в рецептах его регулирования. Условно говоря, ни вкладчики ПИФов, ни инвесторы никого не волнуют. Такое впечатление, что у государства есть возможность и время встретиться с директорами металлургических заводов, девелоперами, нефтяниками — словом, с кем угодно, но не с руководителями компаний, которые собрали десятки миллиардов долларов с населения и вложили их в бумаги этого самого реального сектора. Чиновники их не видят, они не понимают, что это такое. Отсюда идет все остальное».

Изменить существующую систему наши эксперты призывают прежде всего путем подключения к процессу регулирования самих участников рынка и задействовав при этом механизмы саморегулирования. Конечно, довольно естественно было услышать подобные заявления именно от представителей саморегулируемых организаций (СРО), однако справедливости ради нельзя не отметить, что все предлагаемые ими рецепты носят чисто экономический характер, без задействования чисто политико-административных рычагов управления.

Виктор Плескачевский: «Сегодня есть две формы регулирования рынка — через лицензирование и через саморегулирование. Саморегулирование позволяет создать материально ответственную форму регулирования. Если по-

явится, допустим, компенсационный фонд у управляющих компаний — аналог системы гарантирования вкладов, если угодно, то это резко повысит надежность всей системы и механизмы взаимного контроля участников рынка будут строже. Сейчас ПАРТАД пытается убедить ФСФР, что начать внедрение подобных механизмов следует с регистраторов и депозитариев. Поскольку на финансовом рынке к ним должны предъявляться особые требования по надежности, ведь они удостоверяют права собственности на ценные бумаги. И будет логично, если риски данной системы лягут в том числе на капитал участников рынка. Мы, кстати, в этой связи критикуем систему гарантирования банковских вкладов. Поскольку, перечисляя деньги в гарантийный фонд, банки не становятся заинтересованными в улучшении качества системы в целом. А если бы у них была система солидарной ответственности, как во Франции, участники рынка подпадали бы под действие не только госконтроля — механизма зачастую неэффективного, но и под действие контроля со стороны себе подобных».

Константин Волков: «Можно сделать вывод о необходимости дополнения законодательных и нормативных документов регулятора документами СРО, механизмами СРО, стандартами СРО. Об этом много говорится на словах, но конкретная готовность пока недостаточна. Простейший пример с тем же стандартным договором НФА по репо, который (будь он официально представлен рынку, скажем, год назад) позволил бы снять или существенно ослабить массу возникших сейчас на нем проблем. Опять-таки, к сожалению, мы уже более года не можем даже начать с ФСФР согласовательный процесс. А подобные важные для рынка, но не решаемые вопросы, «белые пятна» профдеятельности, в напряженных ситуациях кризиса зачастую принимают принципиальный и даже драматический характер. Следовательно, необходимо доверить их оформление инициативе СРО, закрепить за каждой из них те или иные де-факто уже ведомые профильные темы».

Алексей Мамонтов: «Сегодня мы — и власти, и бизнес-сообщество — обретаем опыт, который для нашего рынка во многом уникален. Возьмем те же беззалоговые аукционы или договоры поручительства на возмещение убытков, возникающие в связи с межбанковскими операциями, — да еще год назад было невозможно даже себе представить, что Банк России будет осуществлять беззалоговое кредитование! А сегодня это крайне важный практический опыт. Ведь подобные кризисные ситуации будут повторяться, пусть и не в такой степени, но регулярно».

Я думаю, что и на уровне инфраструктуры рынка, самими его участниками, также будут созданы какие-то новые механизмы противостояния кризису, которые позволят рынкам функционировать даже в таких фатальных случаях, как нынешний. Например, сегодня межбанковский рынок, несмотря на беспрецедентную поддержку властей, так до сих пор и не разблокирован, поскольку вслед за кризисом ликвидности пришел кризис доверия. В этой ситуации создание эффективных механизмов «перезагрузки», рестартига этого межбанковского рынка — серьезнейшая задача. Решать ее можно различными способами. Например, через совершенствование обеспечительного залогового механизма. Или посредством создания банками совместных фондов управления рисками, введения режима безакцептного списания средств с корсчетов заемщиков, не вернувших полученный межбанковский кредит. Возможны также и варианты создания государственных гарантий по таким кредитам, введение чрезвычайных санкций за их невозврат. В любом случае для противодействия кризису необходимы совместные усилия и регуляторов рынка, и самих его участников. Только тогда они будут в достаточной степени эффективны и принесут результаты».

*Какие выводы сделали для себя из кризиса руководители ведущих российских бирж, читайте на стр. 28, 30*

