брокер

Революция сверху

амбиции

(Окончание. Начало на стр. 25)

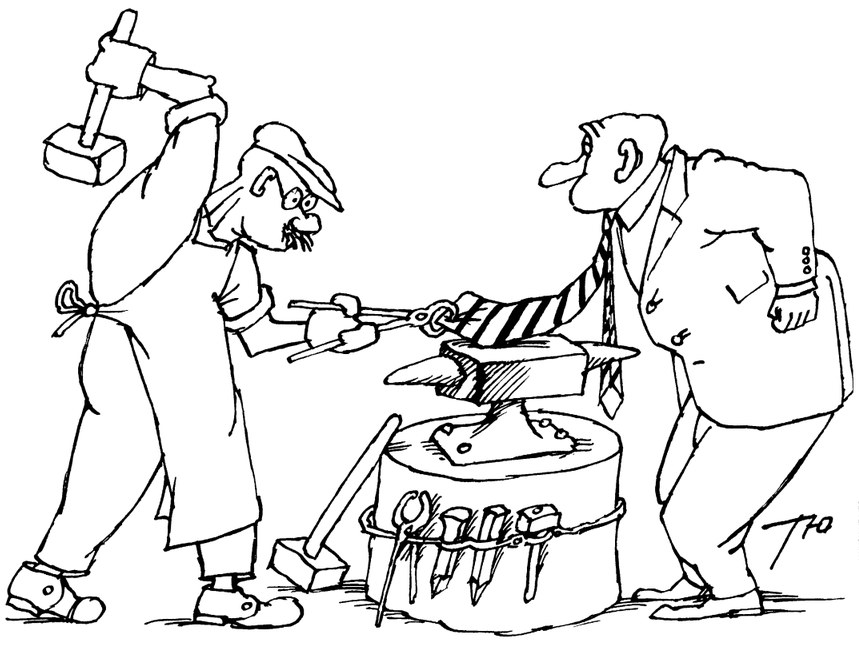
Для этого «стратеги» требуют осуществить целый комплекс мер: от «совершенствования правил осуществления преимущественных прав приобретения акций» и «совершенствования правил ценообразования при первичном размещении ценных бумаг» до «введения требования об обязательном раскрытии профессиональными участниками рынка ценных бумаг, осуществляющими функции организатора выпуска и/или андеррайтера, информации о стоимости их услуг, а также об обязательствах, которые были взяты ими в отношении размещаемых ценных бумаг и условий их размещения».

Однако главными требованиями стали вовсе не эти претензии к эмитентам. «Уровень информационной прозрачности российских компаний неуклонно повышался, о чем свидетельствуют исследования независимых экспертов,— считает ФСФР.— В частности, международное агентство Standard and Poor`s в своих исследованиях отмечает ежегодное улучшение транспарентности российских компаний. Это свидетельствует о растущем понимании компаниями важности проблемы раскрытия информации. Менеджмент ведущих российских эмитентов перешел от формального исполнения требований по раскрытию информации к активной работе по взаимодействию с акционерами и инвесторами».

Мечта эмитента

Однако самое важное, пожалуй, снятие ряда ограничений на деятельность эмитентов. В первую очередь речь идет о либерализации процесса эмиссии ценных бумаг в плане снятия ограничений на возможные объемы заимствований.

«В области корпоративного законодательства действуют нормы, ограничивающие выпуск ценных бумаг акционерными обществами, которые не оправданны с точки зрения защиты интересов инвесторов и являются излишними. Эти нормы ограничивают возможности долгового финансирования акционерных обществ. Снятие ограничений позволит регулировать риск заемщика в зависимости от предлагаемых им объемов эмиссии посредством рыночных механизмов, а не административных ограничений. В связи с этим предлагается пересмотреть ограничения для акционерных обществ максимально возможного объема эмиссии, а именно отменить требование о том, что номинальная стоимость всех выпущенных обществом облигаций не должна превышать размер уставного капитала либо величину обеспечения, предоставленного обществу третьими лицами для цели выпуска облигаций»,— говорится в «Стратегии».



НИКОЛАЙ ЕГОРОВ

Иными словами, выпуск облигаций будет регламентироваться не способностью эмитента расплатиться по долгам за счет текущих денежных резервов, а его «ликвидностью» с точки зрения среднесрочной платежеспособности. Остается, правда, непонятным, как такая система сработает для эмитентов, занимающих деньги под залог оборотных средств — они явно попадут в плохую ситуацию.

Еще одна важная новация в этом плане — упрощение процедуры регистрации краткосрочных облигационных займов. «Эффективность привлечения ресурсов на финансовых рынках зависит от уровня трансакционных издержек инвесторов и компаний, обращающихся к возможностям привлечения ресурсов на финансовом рынке. Сегодня существует ряд достаточно очевидных решений, которые могли бы существенно снизить эти издержки»,— считают эксперты ФСФР.

И предлагают следующее: «Снижению трансакционных издержек выхода российских компаний на национальный рынок капитала будет способствовать принятие законопроекта, регулирующего особенности эмиссии краткосрочных корпоративных облигаций — коммерческих бумаг. Коммерческие бумаги предполагается выпускать в форме облигаций, не предоставляющих их владельцам (держателям) иных прав, кроме права на получение номинальной стоимости и фиксированного процента от номинальной стоимости в срок не позднее девяти месяцев с даты их размещения. При этом предполагается упрощенная процедура эмиссии таких краткосрочных облигаций без государственной регистрации выпуска облигаций, регистрации проспекта эмиссии и отчета об итогах выпуска облигаций. Размещение и обращение коммерческих бумаг должно ограничиваться проведением торгов на фондовой бирже, которая допустила их к торговле и на которую ложатся функции контроля раскрытия соответствующей информации, а также ответственность за законность допуска данных бумаг к торгам. Выпускать коммерческие бумаги на первом этапе смогут только наиболее стабильные и крупные российские открытые акционерные общества, акции которых прошли процедуру листинга на фондовой бирже».

Час расплаты

Правда, подобные шаги в сторону либерализации процесса эмиссии будут компенсированы ужесточением требований к финансовой отчетности эмитентов. Здесь, судя по всему, авторы «Стратегии» заняли жесткую позицию.

«Финансовая отчетность эмитента является одним из основных элементов, который подвергается анализу при оценке кредитоспособности компании, привлекательности ее ценных бумаг в качестве объекта инвестиций,— отмечают они.— В этой связи инвестиционное сообщество во всем мире уделяет особое внимание доступности, понятности и достоверности финансовой информации, раскрываемой компаниями. Общепризнанным признаком качества финансовой отчетности является ее соответствие Международным стандартам финансовой отчетности (МСФО).

В России на сегодняшний день нет законодательных требований раскрытия отчетности по МСФО, поэтому российские компании, которые составляют такую отчетность, делают это исключительно по собственной инициативе. Надо отметить, что, по данным 2004 года, многие крупные российские компании составляют отчетность по МСФО или US GAAP. Однако более половины всех компаний, раскрывающих отчетность по МСФО, не укладываются в шестимесячный срок с момента окончания финансового года. Вряд ли финансовую информацию, поступающую с таким опозданием, можно назвать полезной для принятия каких-либо инвестиционных или иных экономических решений. Очевидно, что дальнейшее повышение прозрачности российских компаний во многом связано с введением законодательных требований по составлению и раскрытию финансовой отчетности по МСФО. Введение таких требований должно сопровождаться созданием эффективной системы контроля качества, полноты и своевременности раскрываемой отчетности. Реализация этих мер позволит удовлетворить преимущественное право акционеров общества на стадии первичного размещения (при формировании книги заявок, составляемой при подготовке к первичному размещению). Таким образом, требование о преимущественном праве будет удовлетворено и не окажется препятствием для начала вторичных торгов после регистрации отчета о выпуске. Право принять соответствующее решение будет передано фондовой бирже. В результате разрыв между первичным размещением и началом вторичных торгов будет сокращен с 45–60 дней по существующей практике до одного дня. При этом права акционеров и инвесторов, зафиксированные в существующем законодательстве, нарушены не будут».

ПЕТР РУШАЙЛО

«Школа инсайда и манипулирования уже пройдена»

госрегулирование

О том, зачем понадобилась государству единая стратегия развития финансовых рынков, корреспонденту „Ъ“ ПЕТРУ РУШАЙЛО рассказал руководитель Федеральной службы по финансовым рынкам ОЛЕГ ВЬЮГИН.

ИЛЬЯ ПИТАЛЕВ

— Зачем понадобилось создавать единую стратегию развития финансовых рынков? Не проще ли было, как и раньше, ограничиться планами по развитию отдельных сегментов рынка?

— Можно было и ограничиться. Но сейчас в целом как в частном секторе, так и в государственном принят комплексный подход к подобным стратегическим задачам. Правительство недавно одобрило стратегию развития транспортного сектора страны, рассматривает стратегию развития сектора связи и коммуникационных технологий. То же самое и на финансовом рынке — и властям, и рынку надо достичь понимания, какова общая стратегия его развития.

— Но ведь уже принята стратегия развития банковского сектора, который является частью финансового рынка...

— В стратегии развития финансового рынка, которую мы представляли, записано, что банковский сектор в ней не рассматривается в связи с тем, что для банковского сектора подготовлена, одобрена и реализуется своя отдельная стратегия.

— Вместе с тем в вашей стратегии просматриваются определенные аналогии с регулированием банковского сектора — пруденциальный надзор, компенсационные механизмы.

— Аналогии просматриваются, но есть одно серьезное отличие банковского сектора от всех остальных финансовых институтов, за исключением, может быть, страховых компаний. Банковский сектор — это посредники, которые берут риски на свой баланс. Причем довольно существенные риски. Поэтому регулирование этого сектора построено на регулировании и контроле данных рисков. Что касается остальных финансовых посредников — брокеров, финансовых компаний, управляющих компаний,— они в основном работают как «чистые посредники» между клиентом и рынком и в меньшей степени берут риски на свой баланс. Хотя, конечно, тоже берут, особенно брокеры, если они ведут клиентские счета и распоряжаются средствами или бумагами клиента. Но все-таки в гораздо меньшей степени.

Поэтому регулирование банковского сектора и всего остального финансового сектора может происходить раздельно, и в некоторых странах так оно и есть. В других странах решили, что можно регулирование объединить, поскольку банки все равно создают при себе дочерние финансовые компании (управляющие, брокерские компании, депозитарии, пенсионные фонды и страховые компании), то есть смешивают риски. Но наша стратегия вообще этот вопрос не ставит на первое место. В ней есть только один небольшой раздел, где сказано, что модель регулирования финансового рынка надо реформировать, но объединение всех секторов рынка в рамках единого регулирования не является главной целью реформирования.

— Но, как я понял из стратегии, там предлагается все-таки унифицировать общие требования к участникам финансового рынка, чтобы исключить привилегированное положение отдельных секторов.

— Это в широком смысле, не с точки зрения только принципов надзора, а с точки зрения регулирования вообще. Есть, скажем, известная проблема, связанная с тем, что различаются требования к проспектам эмиссии банков и проспектам эмиссии других акционерных компаний. Мы сейчас их унифицируем вместе с ЦБ. Есть еще и другие тонкости регулирования, связанные с тем, что ЦБ регулирует банки, а ФСФР все остальные финансовые компании. Иногда принципы регулирования различны для однородных видов бизнеса на финансовом рынке, что не совсем справедливо.

— Не приведет ли унификация требований к финансовым институтам к тому, что нынешние различия между ними, условно говоря, сотрутся?

— Частично сотрутся, но специализация или водораздел между коллективными формами инвестиций и привлечением розничных депозитов останется. Я в этом больших проблем не вижу.

— Если в нынешнем положении одни секторы финансового рынка имеют преимущества перед другими, в результате унификации регулирования кто-то должен выиграть, а кто-то проиграть. Кто именно и почему?

— Здесь трудно говорить о том, кто выиграет, а кто проиграет — вопрос зависит больше не от типов финансовых институтов, а от конкретных компаний. Например, сегодня область коллективных инвестиций регулируется, на мой взгляд, довольно четко и прозрачным образом. И она развивается хорошими темпами. Что касается инвестиционной деятельности страховых компаний и в меньшей степени негосударственных пенсионных фондов — здесь регулирование менее прозрачное. И введение более или менее ясных принципов инвестирования с точки зрения контроля за рисками и справедливой конкуренции, может, было бы для них и полезнее. Но проиграли ли бы от этого, скажем, все страховые компании, сказать трудно — это зависит от того, что компания на самом деле делает: занимается она реальным страхованием или «серые» схемы реализует. А НПФ, я уверен, наведение определенного порядка точно было бы полезным. Крупные фонды сами об этом говорят.

— Давайте вернемся к надзору. Как будут на практике реализованы заявленные в стратегии принципы пруденциального надзора?

— Пока речь идет о следующем. В большинстве стран элементы пруденциального надзора за деятельностью финансовых компаний используются. Например, в Китае — я специально не хочу ставить в пример страны с продвинутыми финансовыми рынками. Поэтому мы решили сделать в данной области пилотный проект. Мы нанимаем профессионального консультанта, который делал такие проекты для других стран, чтобы нам помогли внедрить элементы пруденциального надзора на российском финансовом рынке. Вместе с тем понятно, что для финансовых компаний, которые берут гораздо меньшие риски на свой баланс, чем банки, пруденциальный надзор не играет ведущей роли в надзоре. Ведь чистые посредники выполняют некие операции для клиента, возлагая все риски на него. То есть его бумаги лежат в отдельном депозитарии, деньги — на счете в банке, поэтому клиент берет риск на депозитарий и на банк. Хотя в реальности, конечно, у брокеров часть клиентских денег находится на их собственных счетах и часть бумаг тоже на их собственных счетах, и клиент берет риск на брокера, который отражается в его балансе. Вот здесь мы и хотим использовать элементы пруденциального надзора. Некоторые брокеры занимаются клирингом — тут тоже нужно предъявлять дополнительные требования. Сейчас не существует никаких требований, кроме достаточности капитала, да и те очень щадящие. Вот мы и рассчитываем вместе с консультантом установить более надежный контроль за подобными рисками.

— Идет ли речь о некоей системе обязательных нормативов, подобных банковским?

— Возможно, что если какие-либо компании так ведут свой бизнес, что берут вполне понятные риски на свой баланс, то есть те риски, которые мы можем увидеть, тогда мы будем к ним применять дополнительные требования, которые будут подобны требованиям пруденциального надзора. То есть будут нормативы, которые мы будем требовать исполнять.

— Как согласуются подобные планы усиления надзора со стороны государства с декларируемым в стратегии увеличением роли в регулировании инфраструктурных организаций — бирж, саморегулируемых организаций?

— Здесь речь идет о другом. Если говорить о биржах, то им можно передавать контроль за раскрытием информации эмитентами, за соблюдением требований нахождения в листинге. И как самая высшая форма доверия — это передать право регистрировать проспекты эмиссии, когда эта функция с регулятора снимается и он занимается только контролем за тем, как это биржи выполняют. Вместе с правами, естественно, появляется и мера ответственности. Все это имеет лишь косвенное отношение к пруденциальному надзору, потому что тут финансовые риски возникают только как результат финансовой ответственности биржи перед клиентами за плохое исполнение возложенных на нее функций, например, по своевременному раскрытию информации. Эти риски тоже могут быть предметом пруденциального надзора.

Второй вопрос — передача саморегулируемым организациям определенных полномочий по сбору отчетности, ее анализу, проведению проверок профессиональных участников рынка и т. п. Это все равно будет «регулирование от регулятора», то есть регулятор будет устанавливать через нормативные акты, как это надо делать. А саморегулируемые организации по результатам проверок перед регулятором отчитываются, и он принимает меры. Такое сотрудничество сейчас не очень сильно развито, не структурировано и не построено, но оно возможно. Это зависит от уровня авторитета и, скажем так, мощи саморегулируемой организации.

— Довольно неожиданно выглядит прописанная в стратегии идея введения компенсационных механизмов для клиентов финансовых компаний. В чем смысл проекта?

— На рынке уже давно присутствуют такие идеи. Суть в следующем. Сейчас в банковском секторе создается компенсационный механизм — это фонд страхования депозитов. На финансовом рынке клиенты, которые работают с посредниками, принимают на себя два типа рисков: риск на посредника и рыночный риск, то есть риск изменения стоимости актива. Поэтому вроде бы тоже желательно создать определенные компенсационные механизмы. Но я бы хотел подчеркнуть, что логика вроде бы похожая, но суть разная. Для рынка розничных депозитов страхование должно защитить от рисков банка. То есть банк берет риски на свой баланс, а раз есть риски, значит, есть вероятность потери. И в этом случае страхуются эти потери. В случае финансовой компании, посредника, риски на балансе гораздо меньше. Поэтому еще нужно будет прояснить, какого же характера риск мы хотим застраховать — риск на посредника или рыночный риск. В международной практике известны примеры, когда для стимулирования коллективных инвестиций создавались компенсационные фонды, защищающие от рыночных рисков за счет отчислений посредников.

— Звучит по меньшей мере странно.

— Да, но это вопрос выбора. Очевидна защита от риска, который финансовый посредник берет на баланс. С точки зрения абсолютного либерализма от риска, который клиент берет непосредственно на себя, проводя какие-то операции на рынке, защищать, наверное, бессмысленно. Но если сами профессиональные участники финансового рынка заинтересованы в привлечении широкой розничной клиентской базы, то создание компенсационных фондов могло бы сильно помочь.

— Из каких средств предполагается финансировать создание компенсационных фондов?

— Я считаю, что вряд ли нужно их создавать за счет государства. Хотя сторонники таких идей имеются. Конечно, это поможет развитию рынка: наличие определенных государственных гарантий от потерь подтолкнет к выходу на рынок широких слоев населения. Рынок получит много мелких розничных инвесторов, а это, как известно, самый консервативный и устойчивый тип инвесторов. Это очень полезно для рынка, для его стабильности. Но самый оптимальный путь — если саморегулируемые организации, брокеры и другие институты сами создадут такой фонд. При полной нашей моральной поддержке.

— Насколько реально реализовать положения стратегии в намеченный трехлетний срок?

— В принципе то, что там записано, за три года в основном может быть исполнено. Потому что основные положения связаны с развитием инфраструктуры, с совершенствованием корпоративного законодательства и просто с развитием законодательства, направленного на защиту прав собственности и рынка от манипуляций. Все это займет как раз два-три года.

— Какие вы видите при этом основные сложности?

— Сложности известны, они связаны, во-первых, с квалификацией тех, кто продвигает эти законы, в данном случае это работники ФСФР, а во-вторых, с готовностью профессиональных участников рынка идти на реформирование действующей инфраструктуры рынка и его регулирования.

— А что конкретно зависит от участников рынка?

— Понятно, что нельзя обществу навязать законы, которые оно не принимает. Мне кажется, что стратегия поднимает тот пласт вопросов, для решения которых рынок вполне созрел. Школа инсайда и манипулирования уже пройдена, все этим пользовались, все понимают, что к чему. И уже у многих участников рынка есть понимание того, что проблему надо урегулировать. Вопрос в деталях, но в принципе сейчас уже трудно найти тех, кто искренне будет говорить, что им такое регулирование не нужно. Или, скажем, инфраструктура. Мы широко обсуждали проблемы инфраструктуры рынка с профучастниками, Центробанком, Минфином, и сейчас я вижу, что в принципе все готовы идти на определенные изменения конструкции. И кто против, мы тоже знаем.

Кстати, один из профессиональных брокеров, который участвовал в обсуждении этих вопросов, хорошо известный на рынке человек, сказал очень правильные слова: то, что ФСФР предлагает — центральный депозитарий, изменение системы расчетов,— изменит существующие схемы работы, к которым мы сегодня привыкли. И спросил: мы, брокеры, готовы к этому? Большинство участников встречи сказало: да, мы это понимаем, мы готовы, если все это будет делаться по согласованию с нами.

— Какие перемены больше всего волнуют брокеров?

— Например, сейчас торговля российскими акциями в основном осуществляется за доллары, а расчеты происходят через офшор, это схема, которой брокеры пользуются много лет. В случае с центральным депозитарием может многое измениться. Это просто не понадобится. Те же нерезиденты уже будут покупать российские бумаги, напрямую войдя на наш рынок...

— То есть не беря риск на брокера?

— Да, не беря риск на брокера, не входя в отношения с офшорными компаниями, что крупным солидным фондам просто запрещено, а беря риск на центральный депозитарий. Это полное изменение системы, которая существует. Или, допустим, на ММВБ торгуют за рубли акциями и облигациями, но со стопроцентным предварительном депонированием. В мире такой торговли давно нет, и эта система тоже изменится.

— А что брокеры надеются получить в результате этих перемен?

— Видимо, они рассчитывают получить систему торговли и систему расчетов, которые будут менее затратны. И надеются, что это приведет к возврату торговли российскими активами на российские биржевые площадки, что приведет к росту объемов сделок.

— Странно получается. В других сегментах рынка — банковском, пенсионном, страховом — отечественные игроки отчаянно лоббируют создание барьеров на пути прихода западных игроков на наш рынок. А здесь ситуация как бы противоположная — посредники готовы расстаться с частью клиентуры. В чем причина?

— Наверное, разница вот в чем. У российских брокерских компаний клиентская база — это и российские, и западные клиенты. И все крупные российские брокерские компании работают в Нью-Йорке, Лондоне, Москве и по городам России. А, например, российские банки работают только в России, у них вообще нет клиентов на Западе. Поэтому они стараются охранять своего клиента от конкурентов. У страховщиков точно такая же ситуация, у них бизнес только в России. Для брокеров же изначально эта проблема не стояла, у них клиенты везде. Кроме того, российские брокеры продают компании иностранным инвесторам. Чисто российских крупных брокеров сейчас уже осталось немного.

“ИК РУСС-ИНВЕСТ”
ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ
ОТКРЫТОЕ АКЦИОНЕРНОЕ ОБЩЕСТВО
12 лет на финансовом рынке России
БРОКЕРСКАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ
Брокерские услуги на ведущих фондовых биржах
и внебиржевом рынке
Интернет-трейдинг
КОРПОРАТИВНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ
Привлечение капитала для средних и крупных компаний
Организация выпусков и размещение акций и облигаций
Реструктуризация акционерного капитала и долговых обязательств компаний
ФИНАНСОВОЕ КОНСУЛЬТИРОВАНИЕ
Оказание услуг финансового консультанта на рынке ценных бумаг
Подготовка эмиссионных документов
Стратегическое, финансовое и налоговое консультирование
Экономический и финансовый анализ
Телефон: (095) 363-9380, факс 363-9390
www.russ-invest.com, e-mail: mail@russ-invest.com
Лицензии № 177-06310-100000, № 177-06318-000100, № 177-06312-010000