

ЭКСПЕРТНАЯ ОЦЕНКА

организацию, и брокеров, и кастодианов, и регистраторов, словом, все организации, занятые обслуживанием инвесторов и эмитентов.

Еще одна важнейшая проблема, связанная с регулированием рынка, — это надзор за инвестиционными компаниями. Вернее, избыточный кредит, накопленный внутри этих компаний — то, что называется по-английски leverage. То есть когда при достаточно большом балансе брокерских и дилерских компаний, их собственный капитал относительно невелик.

ВГ: Я бы не сказал, что это чисто российская проблема.

К. К.: А я и не говорю, что это российская проблема. Это общая проблема, но в России мы только недавно увидели нормативный документ, который направлен на решение этой проблемы, документ, вводящий для участников рынка норматив по достаточности капитала. Вообще же говоря, с моей точки зрения, любая профессиональная деятельность на финансовых рынках начинается с механизмов регулирования достаточности капитала. Если такого механизма нет, то рано или поздно в этой сфере у вас возникнут проблемы.

ВГ: Насколько я помню, проблема капитала инвесткомпаний, проблема введения на данном рынке пруденциального надзора более или менее активно обсуждается уже едва ли не десять лет. В чем здесь сложность, давно же можно было ввести?

К. К.: Мне кажется, что это связано с тем, что мы в некоторых сферах пошли по пути копирования некоей — в кавычках — лучшей практики. И создали достаточно обособленную систему регулирования фондового рынка по образцу американской — с комиссией по ценным бумагам, инвестбанками и т. д. Но сейчас закон, принятый в США в 30-х годах и регламентирующий разделение банков на инвестиционные и неинвестиционные, фактически приказал долго жить. Американцам понадобилось более 70 лет, чтобы понять, что две характеристики государственного воздействия на финансовых посредников — а именно надзор и рефинансирование — должны обязательно быть сосредоточены в одном месте. А в надзоре основным требованием является требование по достаточности капитала.

Кроме того, у нас, к сожалению, развитие и регулирование фондового рынка строилось по принципу регулирования отдельных его сторон. Появилась маргинальная торговля — давайте ее регулировать. Появились какие-то вопросы, связанные с иностранными ценными бумагами, — давайте их. Появились расчеты в иностранной валюте — займемся ими. И так далее.

Также есть еще одна важная причина, правда, не столь детально обсуждаемая. Если вы посмотрите на структуру деятельности основных брокерских компаний, то базовая составляющая их операций связана с офшорами. А я не очень себе представляю, каким образом российский регулятор может предъявить требования по достаточности капитала к иностранному юридическому лицу.

ВГ: Это скорее вопрос не фондового рынка, а более общий. То есть вопрос приемлемости для России признания офшорной деятельности как класса...

К. К.: Не совсем. Если, допустим, нефтетрейдер торгует через офшор, для него, как и для брокера, это, возможно, способ оптимизации бизнеса. Но он при этом не использует leverage, не подвергает своих клиентов риску. На финансовом же рынке ситуация иная — здесь контроль за рисками участников необходим. И могу сказать, что Центральный банк нашел механизмы, возможно, и не особо приятные для участников рынка, которые заставили их раскрыть структуру собственности, заставили разместить необходимый капитал на балансе российских компаний, чтобы была видна их капитализация. Я не говорю, что это панацея, что это сегодня спасло банки от каких-то проблем, но по крайней мере участникам рынка ясно, с кем и как они взаимодействуют.

«У НАС ЕСТЬ ЦЕЛЫЙ РЯД ЗАСТАРЕЛЫХ БОЛЕЗНЕЙ, КОТОРЫЕ ОСЛАБЛЯЮТ ОРГАНИЗМ ФИНАНСОВОГО РЫНКА. ПОКА ВСЕ ХОРОШО, ЭТО НЕЗАМЕТНО, А КАК ТОЛЬКО ВОЗНИКАЕТ КРИЗИС, ЭТО СРАЗУ ЖЕ СТАНОВИТСЯ БОЛЬШОЙ ПРОБЛЕМОЙ»



ЭКСПЕРТНАЯ ОЦЕНКА

ВГ: Давайте вернемся к кризису. Одним из самых громких событий последнего времени стало фактическое объявление в России биржевых каникул — торги приостанавливались часто, иногда на несколько дней. По-вашему, это эффективная мера борьбы с кризисом?

К. К.: Приостановка торгов имеет одну откровенно негативную составляющую: закрыв рынки, мы не останавливаем торговлю, торговля все равно идет, цены образуются, только они образуются в другом месте и по другим правилам.

ВГ: Вы имеете в виду ADR?

К. К.: Не обязательно. Они образуются у самих брокеров, образуются в виде двусторонних сделок, образуются в Лондоне, Франкфурте и т. д., словом, где угодно. В этом смысле это негативно, потому что мы лишаем самих себя, как страну, прозрачного механизма ценообразования. Но есть две причины, по которым приостановки торгов имеют смысл. Первая — чисто психологическая. В условиях паники и не совсем адекватного поведения участников рынка иногда имеет смысл делать перерыв, чтобы люди просто немножечко успокоились. А вторая причина — это то, что на некоторых рынках есть определенные секторы, которые зависят от адекватности обеспечения по сделкам. Если происходит резкое изменение ценовых условий, то обеспечение может оказаться неадекватным, и поэтому очень важно сделать некий перерыв, чтобы участники рынка для целей продолжения торгов и сохранения системы риск-менеджмента могли сделать какие-то изменения, довнести залогов.

ВГ: Кстати, одно из самых громких событий во время кризиса, с моей точки зрения, как раз было связано с залогом — когда рухнул рынок сделок репо. Биржа сделала из этого для себя какие-либо выводы?

К. К.: На рынке репо механизма централизованного управления рисками нет. Там была другая история — неспособность отдельных участников исполнить свои обязательства, фактически их дефолт. И в этом смысле вмешательство государства было не только оправданно, но и крайне необходимо, потому что нужно было уже на системном уровне найти, каким образом компенсировать эти потери рынка.

Все то, что происходило, полностью соответствовало правилам торгов — то есть в отношении рынка ничего неестественного или неправильного не было. Просто надо было позиции этих участников рынка принудительно закрывать, и дальше бы рынок заработал в нормальном режиме. Но проблема заключалась в том, что участники, которые не могли исполнить сделки, были очень крупными с точки зрения объемов их операций, и это могло, вот как в случае с Lehman Brothers в США, привести к большим проблемам. В моем понимании, например, именно отказ государства помочь Lehman Brothers во многом спровоцировал нынешнее обострение кризиса, потому что данный банк оказался столь сильно вовлечен в большое количество сделок, что его крах вызвал эффект домино на целом ряде рынков.

ВГ: То есть вы не считаете, что это проблема биржи?

К. К.: Это проблема биржи лишь только в том смысле, что организация рынка должна быть пересмотрена таким образом, чтобы форма соответствовала содержанию. Потому что многие участники рынка были в полной уверенности, что рынок репо работает так же, как, скажем, валютный рынок, или рынок госбумаг, или рынок акций, где исполнение сделок практически гарантировано. Но рынок репо — это в чистом виде рынок двусторонних сделок, биржа просто занималась вопросом организации процесса. А получилось так, что в каком-то смысле имидж биржи сыграл злую шутку с некоторыми участниками рынка, потому что они в детали не влезали и достаточно плохо читали документы. Так, целый ряд проблем возник просто потому, что люди вообще в глаза не видели описаний ни правил торговли, ни правил клиринга.

ВГ: Все-таки не особо понятно, как усовершенствование инфраструктуры рынка способно смягчить такой негатив, как бегство капитала в объеме около \$50 млрд в месяц.

К. К.: Давайте на примере. У нас сегодня существует достаточно разветвленная система регистраторов, которая вовлечена в той или иной степени в различного рода процессы передела собственности, корпоративные конфликты и т. д. То есть эта система создает некую двусмысленность по отношению к подтверждению прав собственности, является некой потенциальной проблемой. Этот большой пласт потенциальных проблем сегодня существует. И он дает основания инвесторам — прежде всего международным — говорить: «В этой стране система подтверждения прав собственности недостаточно хорошо разработана, поэтому давайте мы, во-первых, будем за такие операции брать большую комиссию, а во-вторых, в случае чего мы просто оттуда будем забирать наши активы, потому что там это все так ненадежно...»

Иными словами, у нас есть целый ряд застарелых болезней, которые просто ослабляют организм финансового рынка. Пока все хорошо, это незаметно, а как только возникает кризис, это сразу же становится большой проблемой. Но очевидно, что самый главный фактор, который бы стабилизировал рынок и позволял рынку не шарахаться так, как он сейчас шарахается, — это структура инвесторов. То есть проблема российского рынка, его волатильности и синхронности его поведения с западными рынками заключается в том, что на сегодня основными передатчиками всех этих «вредных болезней» на финансовые рынки являются крупнейшие инвестиционные фонды, крупнейшие хеджеры, крупнейшие международные инвесторы. Если бы у России существовала своя собственная внутренняя система, инвесторская база, система сбережений в виде пенсионных, страховых и прочих накоплений, то, конечно, мы бы имели значительно более стабильную ситуацию, чем сейчас.

ВГ: А может ли такая система быть организована и создана в условиях свободного движения капитала? Все-таки на Западе денег больше...

К. К.: Нет, это иллюзия, что на Западе денег больше. На Западе проводится более либеральная денежно-кредитная политика, которая тем самым дает возможность использовать большее кредитное плечо. Но кредитные деньги, они по определению волатильны: они всегда в определен-

ный период приходят, в определенный — уходят. Вопрос же в том, какова величина того слоя, который остается.

ВГ: Я об этом и спросил — могут ли себя комфортно чувствовать внутренние инвесторы, когда в условиях большой флуктуации и движения внешнего капитала цены могут творить все что угодно?

К. К.: Это вопрос курицы и яйца — в том смысле, что является основой для оценки компаний. То ли это мнение иностранных инвесторов, то ли это мнение внутренних инвесторов. Единственное, что ясно: если нет этого слоя внутренних инвесторов, то, конечно, цены определяются внешними инвесторами. Если же данный слой есть, то независимо от того, уходят или приходят иностранцы, достаточно большой пул внутренних инвесторов обеспечивает определенные ценовые уровни. Проблема заключается в том, что основные частные сбережения в значительной степени носят офшорный характер.

Сейчас то, что стабилизирует рынок, — это внутренние сбережения, но это государственные сбережения. И, кстати, не могу не сказать, что у нас было очень много критиков, которые говорили: «Зачем вы вкладываете средства столь консервативно?» А сейчас наступил момент истины. По сути, только те, кто вкладывал средства достаточно консервативно — я имею в виду золотовалютные резервы ЦБ плюс фонды, которые принадлежат Минфину, сохранили свои активы. При другой инвестиционной политике нам пришлось бы сейчас заниматься необеспеченной денежной эмиссией, масштабной девальвацией и прочими крайне неприятными процессами.

Государство научилось сберегать и накапливать. Частные инвесторы, к сожалению, может быть, сберегать и научились, но не делают это на внутренних счетах. Дальше можно рассуждать почему — надежно или не надежно банковская система, удобное или неудобное регулирование, защита прав собственности, налоговая система и т. д. Но финансовый рынок является зеркалом, он отражает все эти явления. Если у вас нет некой фундаментальной базы, то и рынок будет постоянно шарахаться. В этом смысле инфраструктура просто необходимейшее условие. Если у вас ненадежная, недостаточно современная инфраструктура, то, что бы вы ни делали, ваши клиенты, то бишь внутренние инвесторы, будут бежать туда, где инфраструктура лучше.

Интервью взял ПЕТР РУШАЙЛО



Страхование финансовых институтов Залоги, лизинг, имущество банков, ВВВ

Департамент страхования имущества и ответственности
Управление страхования финансовых институтов
127994, Россия, Москва, ул. Лесная, 41
Тел.: 8 (495) 729 4109
Факс: 8 (495) 725 7325
E-mail: finance@ingos.ru



Первая премия
БРЭНД ГОДА/ЕГРЕ 2007**



Реклама

ЕДИНЫЙ ТЕЛЕФОН
8 (495) 956 5555

www.ingos.ru

60 лет

ИНГОССТРАХ
Ingosstrakh

ИНГОССТРАХ ПЛАТИТ. ВСЕГДА.*