



Александр Артюхин

Менеджер по работе с клиентами Депозитарного управления ООО «Дойче Банк»

## МОСКВА – МЕЖДУНАРОДНЫЙ ФИНАНСОВЫЙ ЦЕНТР: РОЛЬ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Через 10 лет российский фондовый рынок должен стать лучшим рынком среди развивающихся или войти в немногочисленные ряды развитых рынков. А в перспективе 15–20 лет развивающихся рынков может не остаться. Задача развития национального фондового рынка – это одновременно и задача выживания: российский рынок должен стать эффективным, либо его просто не будет в природе. И если вопрос «Быть или не быть?» – риторический, то в настоящее время необходимо понять, какие преимущества, кроме самого факта существования, получает страна, обладающая мощным финансовым центром.

Финансовыми центрами являются города и страны, мобилизующие и перераспределяющие значительные объемы финансовых ресурсов и сочетающие в себе комплекс банковских и специализированных кредитно-финансовых институтов, осуществляющих международные валютные, финансовые и кредитные операции, сделки с товаром и различными ценными бумагами. Следовательно, возрастает роль страны, обладающей международным финансовым центром, в регулировании мировых финансов – финансовые потоки начинают идти через эту страну. А когда финансовые потоки идут через страну, когда есть мощные финансовые и товарные биржи, часть финансовых средств остается в этой стране, что, несомненно, положительно сказывается на диверсификации доходов бюджета.

Немаловажным признаком формирования конкурентоспособного в глобальном масштабе рынка является рост его капитализации. Важны не просто большие цифры, а качественный рост: увеличение *free-float*, повышение разнообразия инструментов, расширение отраслевой структуры капитализации, снижение точечной концентрации капитализации и зависимости от спекулятивного иностранного капитала. Сегодня на несколько десятков крупнейших инвесторов приходится 3/4 капитализации российского рын-

ка. Примерно такая же доля инвестиций приходится на несколько ключевых отраслей, российский рынок по-прежнему остается достаточно зависимым от состояния дел нескольких эмитентов.

К другим важным элементам существования международного финансового центра необходимо отнести следующее:

- устойчивая финансовая система и стабильная валюта;
- развитая инфраструктура – финансовая и социальная;
- широкий спектр инструментов финансового рынка, которые обеспечивают кредиторам и заемщикам разнообразие вариантов относительно затрат, рисков, ликвидности и контроля;
- адекватное однозначно трактуемое законодательство, включая налоговое;
- достаточные правовые гарантии, которые способны вызвать доверие у международных заемщиков и кредиторов;
- человеческий капитал, который свободно владеет специальными финансовыми знаниями, благодаря систематическому обучению и переподготовке;
- наиболее современные и эффективные технологии передачи информации и средства связи.

В прошлом году была разработана программа – концепция развития Москвы как международного финансового центра, а также подготовлены документы ключевого характера: Стратегия развития финансового рынка до 2020 г. и Стратегия развития банковского сектора. Проект плана мероприятий также предполагает разработку более 40 проектов федеральных законов и значительного количества подзаконных нормативных правовых актов.

Однако ни одна из мер, представленных в программе, не позволит сделать из Москвы мировой финансовый центр, если не будет решена целая группа системных для экономики проблем в области защиты фундаментального для финансового рынка права – права собственности. Невозможно представить себе существование финансового центра в случае отсутствия гарантий соблюдения прав и защиты интересов собственника, отсутствия независимой судебной системы, наличия административных барьеров и коррупции. Присутствие таких фундаментальных «болезней» в России – это большой системный риск национального финансового рынка, который нужно планомерно снижать, и необходимо разработать комплекс мероприятий по борьбе с правонарушениями на рынке в целом. Это масштабная задача федерального уровня, ключевая для создания в России сильной финансовой системы.





В условиях стремительно меняющегося мира нужно действовать решительно. Необходимо предложить условия работы на российском рынке лучше существующих сегодня в мире или аналогичные. Для этого важно исследовать зарубежный опыт и развивать уже существующие разработки в этой сфере.

Мир пребывает в поиске путей выхода из глобального кризиса, пытается оправиться от его потрясений. Еще не ясно, пройдено ли самое худшее или впереди новая кризисная волна. Однако кризис не должен отменять стратегические задачи развития страны.

Более того, в условиях настоящего глобального финансового кризиса может измениться расстановка сил в экономике планеты, произойти трансформация международных финансовых рынков, изменение правил их регулирования, создание новых центров притяжения капиталов. Здесь у России, крупнейшего рынка с нереализованным потенциалом развития, появляется дополнительный шанс оказаться одним из мировых финансовых центров.

Это означает, что кризис не оставляет России много выбора, кроме радикальной и хорошо продуманной реформы сектора финансовых услуг. Кроме того, кризис дает дополнительные возможности для того, чтобы заложить правильный фундамент для следующего этапа долгосрочного роста.

Россия должна стать мостом между Западом и Востоком, чему способствует уникальное географическое расположение. Москва находится между азиатскими рынками и финансовыми рынками Европы и США, поэтому трейдеры фактически могут работать 24 ч в сутки. Этот временной фактор очень существен, так как именно его отсутствие является серьезным тормозом для развития финансовых центров в странах, которые находятся в периферийной отдаленности от главных деловых центров планеты и трасс их взаимодействия.

Столица России уже сегодня играет роль одного из главных городов планеты, а также важного коммуникационного узла в системе международных финансовых и бизнес-связей. Москва выполняет функцию «ворот», через которые компании, базирующиеся в глобальных и ключевых европейских центрах, выходят на контрагентов в странах СНГ. Москва является крупнейшим центром концентрации капитала не только на постсоветском пространстве, но и в Центральной и Восточной Европе. На столицу приходится свыше 80% финансовых потоков страны и более половины российского банковского капитала. В Москве расположено

около 90% штаб-квартир работающих в России зарубежных банков и международных финансовых организаций, сосредоточена практически вся биржевая торговля ценными бумагами, а наши биржи входят в число крупнейших бирж мира. То есть де-факто Москва уже стала локальным финансовым центром СНГ и стран Восточной Европы.

Однако простое сравнение российского рынка с крупнейшими финансовыми центрами в мире выявляет существенное отставание Москвы, для преодоления которого необходимо развитие рынка и деловой инфраструктуры в следующих направлениях.

**Формирование прозрачной и гибкой системы регулирования, охватывающей все элементы финансового рынка.** В России необходимо создавать адекватную нормативно-правовую и организационную базу, отвечающую мировым стандартам. В стране нет четкого правового регулирования рынка производных финансовых инструментов, рынка ипотечного кредитования, имеются серьезные недостатки в работе независимой судебной системы и ее эффективности. Для успешного создания международного финансового центра необходимо принятие специального налогового и финансового законодательства, которое сделает выгодным и инвестиционно привлекательным концентрацию мировых ресурсов в стране. Необходимо убрать избыточные административные барьеры и снизить издержки, связанные с привлечением капитала на российские торговые площадки.

К сожалению, можно констатировать, что рост числа законов не приводит к улучшению качества российской законодательной среды в области финансовой деятельности. Требуется тщательная ревизия правовых актов и приведение их в соответствие с потребностями развития рынка. Для этого необходимо создание совместимых, а затем, возможно, и единых стандартов финансового и корпоративного законодательства, правил биржевой торговли и иных нормативных актов путем формирования единого правового пространства России, СНГ и стран Восточной Европы.

**Эффективная организация системы налогообложения.** В области налогообложения ключевыми характеристиками эффективно действующей системы являются: единый, справедливый и разумный уровень налоговой нагрузки на инвесторов — как резидентов, так и нерезидентов; эффективное налоговое администрирование, а также наличие международных договоров об избежании двойного налогообложения. При этом существенным является не столько наличие налого-

вых льгот для участников рынка, сколько прозрачность и эффективность системы налогообложения в целом.

С целью обеспечения справедливого и разумного подхода фискальных органов к контролю за сбором налогов наряду с усилением налогового контроля необходимо улучшить систему защиты прав налогоплательщиков. В частности, следует изменить схему возврата излишне уплаченных налогов, а также разрешать споры, связанные с неясностью толкования норм налогового права в пользу налогоплательщика.

**Развитие нефинансовой бизнес-инфраструктуры.** Именно инфраструктура создает те самые активы и объекты, за счет которых растет мощь экономики. И развивать нужно не только ее финансовую часть. Например, в числе привлекательных инфраструктурных проектов — строительство аэропортов, автомобильных и железных дорог, поставка электроэнергии, разработка экологически чистых технологий и альтернативных источников энергии.

**Увеличение спектра доступных финансовых инструментов.** Это, прежде всего, развитие рынка ипотечных инструментов и завершение буксующей на сегодняшний день пенсионной реформы, а также расширение списка доступных иностранных ценных бумаг и производных инструментов. К счастью, в этом направлении работа уже идет, и кое-что сделано. В частности, разрешено обращение некоторых иностранных ценных бумаг на российских биржах. Этот сервис пока работает с существенными недостатками и нареканиями от участников рынка, но в целом направление движения верное, нужно работать «над техникой».

**Повышение роли национальной валюты в расчетах.** К сожалению, пока двузначная инфляция не позволяет рублю стать валютой для международных расчетов, препятствует накоплению внутреннего частного инвестиционного капитала, деформирует структуру рынка и блокирует выпуск высококачественных государственных ценных бумаг, номинированных в рублях. Между тем очевидно, что создание по меньшей мере единой валютной зоны на постсоветском пространстве должно стать составной частью концепции формирования международного финансового центра. Это предполагает проведение согласованной валютной политики стран СНГ в сочетании с координацией и интеграцией рынков ценных бумаг и биржевых систем. Нужно обеспечить повышение роли национальной валюты в мировом пространстве и превратить ее в одну из международных валют, а также инвестировать российские резервные фонды в активы внутри страны.



**Расширение группы частных инвесторов.** Устойчивая национальная финансовая система невозможна без значительного количества индивидуальных инвесторов. Необходимо создание системы, обеспечивающей вовлечение населения в финансовые отношения. Сегодня представители среднего класса не спешат вкладывать свои деньги в отечественную экономику не потому, что этих денег у них нет, а по той причине, что они не знают, как это делается из-за низкой финансовой грамотности населения. В России нет института независимых инвестиционных консультантов, которые могли бы квалифицированно консультировать частных инвесторов. Необходимо также решить проблему долгосрочного внутреннего инвестирования, для чего требуется коренной пересмотр пенсионной реформы. Средний класс должен сформировать мощный социальный слой, который станет гарантом политической и экономической стабильности общества.

**Привлечение иностранных инвесторов.** Конкуренция между финансовыми центрами заключается именно в том, чтобы глобальные инвесторы выбрали их местом для своих операций. Средства глобальных инвесторов несопоставимо больше, чем средства национальных практически любой страны, поэтому ни одна страна не может полагаться только на собственные силы, а успех развития любого финансового центра будет в конечном счете зависеть от успешного привлечения средств из-за рубежа.

**Формирование емкого конкурентного рынка труда в финансовом секторе.** Финансовый сектор, относящийся к непродуцирующей сфере, имеет свою специфику: кадровый и технологический потенциал финансовой организации — основной ее капитал. Каждый сотрудник, обладающий необходимыми профессиональными знаниями и навыками, — это актив, стоимость которого постоянно возрастает. Однако еще более актуальной является задача повышения финансовой грамотности людей, непосредственно не вовлеченных в работу в финансовом секторе.

**Формирование брэнда Москвы как международного финансового центра.** Необходимо повышать уровень доверия инвесторов и менять образ России как места больших возможностей по мгновенному приумножению капитала с последующим его выводом.

Если говорить о деталях ныне действующей российской фондовой инфраструктуры, стоит отметить, что она существенно отличается от общепринятой международной модели. Отметим важные звенья инфраструктуры, которые в насто-

ящее время отсутствуют и были бы необходимы:

*Единая биржа — оптимальный вариант прямого доступа на рынок иностранных инвесторов.* Наличие единой биржи может стать сигналом для иностранных инвесторов о том, что инфраструктура готова для инвестирования и эффективного применения технологий торговли. Наличие двух конкурирующих биржевых групп не принесит особой пользы внутреннему рынку: России необходимо конкурировать не на внутреннем рынке, а на международной арене. Необходимо консолидировать собственную инфраструктуру и затем выходить на глобальный уровень. На деле это означает принятие общемировых стандартов. Адаптация локальных стандартов к мировым — это весьма дорогостоящий процесс, однако он существенно повысит ценность сотрудничества с российскими партнерами для иностранных компаний.

*Центральный депозитарий, единый центральный контрагент и независимые клиринговые центры.* Наша учетно-расчетная система до конца не адаптирована к мировым стандартам. Действующим в России порядком хранения ценных бумаг не могут воспользоваться инвесторы, подлежащие за рубежом самому жесткому регулированию. Это как раз те инвесторы, которые мобилизуют наиболее масштабные и «длинные» активы — пенсионные и взаимные инвестиционные фонды.

При наличии одной биржи необходимость в двух или более центральных депозитариях отпадает сама собой. Конкуренция в вопросе с центральным контрагентом аналогична ситуации с биржами и центральным депозитарием. Полноценный центральный контрагент потребует существенных капиталовложений, создания страхового и дефолтного фондов. Нет смысла дублировать эти структуры, предпочтительной является модель с одним центральным контрагентом.

Имеется отдельная расчетная палата (небанковская кредитная организация), которая предоставляет банковские услуги только депозитариям, в то время как примеры мировой практики показывают, что эту роль могли бы выполнять коммерческие расчетные банки с солидным кредитным рейтингом.

*Кредитование ценными бумагами.* Необходимо качественное обновление правовой и налоговой составляющих сферы кредитования ценными бумагами. Если мы планируем изменить структуру биржевых площадок и центрального депозитария, было бы целесообразно встроить механизм заимствования и передачи в заем ценных бумаг в основную инфраструктуру. Эффективный прозрачный рынок креди-

тования ценными бумагами мог бы достичь мирового уровня и привлекать и поддерживать другие зависящие от этого типа деятельности продукты. Это дало бы России преимущество в плане альтернативных инструментов и структурированных продуктов.

*Повышение прозрачности финансового рынка.* Необходимо внедрение эффективной системы раскрытия информации на финансовом рынке и финансовой отчетности, соответствующей международным стандартам. Необходим центральный источник цифровой информации.

*Связи с технологическими системами других стран.* При желании присоединиться к глобальной архитектуре России нужна связь с какой-либо технологической системой, причем в этом вопросе не стоит предлагать свое собственное решение, важно, чтобы решение было частью глобально признанной структуры.

Не следует забывать о размерах нашей страны. Развитие Москвы не означает уменьшение роли других уже сложившихся «финансовых городов». Региональные рынки, безусловно, должны развиваться, но без размывания статуса Москвы. Кроме того, они могут быть специализированными. Например, Санкт-Петербург может стать центром мирового масштаба по торговле энергоресурсами, а Владивосток — по торговле морепродуктами.

Регионы России имеют огромный инвестиционный потенциал, а значит его нужно развивать, формируя открытый рынок долговых государственных инструментов, причем не только общероссийский, но и для стран, в отношении с которыми Москва может выступить в качестве финансового лидера. Реализация Москвой намеченных глобальных экономических планов не будет означать стагнацию других, уже сложившихся финансовых площадок в других городах России, а наоборот: формирование на базе столицы крупного финансового центра станет «локомотивом» ускоренного развития региональных рынков страны. Может быть достигнут синергетический эффект регионального развития под влиянием Москвы в новом статусе международного финансового центра.

В заключение стоит отметить, что задача построения международного финансового центра может представляться нереалистичной и трудновыполнимой, но именно в настоящее время у России есть реальная возможность ее решить. Лондон формировался как финансовый центр на протяжении 250 лет, Нью-Йорк — более 100 лет, Гонконг — в течение последних 60 лет. Москва в начале пути, но за последние 15 лет сделано многое, главное — не останавливаться на достигнутом. ■