

формы расчетов, сопровождающиеся множественностью форм и инструментов платежа, огромная задолженность по платежам, существует и успешно функционирует огромный сегмент теневой экономики.

В основе виртуальной экономики лежит обманчивое представление о том, что положение в экономике лучше, чем оно есть на самом деле. Поэтому в настоящее время сложно говорить о России как о едином национальном хозяйстве, а о ее экономике – как о целостной системе, поддающейся объективному количественному анализу. В связи с этим трудно прогнозировать возможность создания действенных механизмов саморегуляции в российской экономике.

В ходе экономических преобразований в России появились новые институты, начали формироваться отдельные элементы функциональных экономических систем, из которых в перспективе должны сформироваться действенные механизмы саморегуляции. Среди важных элементов будущих функциональных систем, созданных в России, следует отметить образование Государственного комитета по антимонопольной политике и поддержке предпринимательства, Правительственной комиссии по защитным мерам во внешней торговле, Общества защиты прав потребителей, Московской межбанковской валютной биржи (ММВБ), Национальной ассоциации участников фондового рынка (НАУФОР), различных ассоциаций товаропроизводителей и др. Однако до создания рыночной, саморегулирующейся экономики России придется пройти очень долгий путь эволюции институтов и изменения социокультурной среды.

ТРУДНЫЙ ГОД ДЛЯ РОССИЙСКОЙ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ

Ослабленной, до конца не восстановленной вошла в 2000 год российская банковская система. За одиннадцать месяцев 1999 года количество коммерческих банков сократилось на 113 и составило 1363. Настоящий мор наблюдался среди малых и средних кредитных организаций. Число банков с уставным фондом до 0,5 млн руб. уменьшилось с 90 до 50, с фондом от 0,5 до 2 млн руб. – со 173 до 123, от 2 до 5 млн руб. – с 219 до 168, от 5 до 10 млн руб. – с 335 до 275, от 10 до 20 млн руб. – с 245 до 218.

Одни просто ушли со сцены, разорились, лишились лицензии. Другие послужили строительным материалом для более крупных, капитализированных, число которых стабильно росло. Банков с уставным фондом от 20 до 40 млн руб. стало 249 (против 213 в январе 1999 года), от 40 млн и выше – 280 (против 201). Но все равно Россия остается страной мелких банков, на долю которых приходится 62,8% от общего числа. Кредитная инфраструктура продолжала сокращаться. Количество филиалов действующих банков убавилось с 4453 до 3916 (в том числе Сбербанка – со 1852 до 1691), представительств на территории России – со 135 до 132, в дальнем зарубежье – с 46 до 37, в ближнем – с 18 до 17.

Что стоит за этими переменами? Потери после августовского кризиса 1998 года оказались слишком велики. Это видно по сумме пассивов, которая отражает реальный вес банка, то есть располагаемый объем средств: капитал и все обязательства. Чем меньше воздуха в балансе, тем ближе сумма пассивов к валюте баланса. В 1999 году в ста крупнейших московских банках, например, объем пассивов в валюте баланса снизился в июле до 57%, а затем вырос до 62% в ноябре. Иначе говоря, воздуха стало на 5% меньше. Когда у кредитной организации сумма пассивов и капитал близки, это означает, что чужих средств у банка почти нет, он работает только своими ресурсами.

С июля до декабря положительный капитал столичных банков увеличился с 84 млрд до 122 млрд руб. Отрицательный капитал сократился и составил (на 1 декабря) 42,5 млрд руб. Основная его часть пришлась на несколько олигархических банков, которые истратили все собственные средства, начали тратить привлеченные, залезли в долги.

Вклады физических лиц выросли с 19 млрд руб. до 25 млрд руб. к 1 декабря. Однако этот рост на самом деле был падением, поскольку скачок цен за год по официальным данным составил 40%, по неофициальным – около 80%. Одновременно наличная денежная масса с февраля по сентябрь разбухла на 20%, безналичная – на 40%. 1 января 1999 года наличные деньги и остатки денег на счетах составляли 440 млрд руб., а 1 января 2000 года – уже 705 млрд руб., то есть на 62,4% больше. Дополнительная эмиссия достигла не менее 150 млрд руб.

Удельный вес сбережений в ВВП рухнул с 6,2% в 1997 году до минус 0,1% в 1998 году (сбережения прекратились) и вырос лишь до 1,9% в 1999 году. Это падение объясняется сокращением реальных доходов российских граждан, а также возросшей долей расходов на потребление, достигшей 81,4% за девять месяцев 1999 года – рекорд за семь лет. Прежде преобладали расходы на покупку валюты, теперь они делятся примерно поровну с организованными сбережениями.

Ликвидные активы у многих столичных банков заметно возросли, так как в расчет данного показателя были включены корреспондентские счета в иностранных банках в валюте. Финансисты считают, что данные средства важны для определения ликвидности кредитной организации, с которой они хотят работать. Аналитики против такого подхода. Что касается ЦБ РФ, то он делит подобные счета по уровню риска на размещенные в развитых странах и на депонированные в остальных.

С оживлением производства в 1999 году, вызванным четырехкратной девальвацией рубля, московские банки расширили кредитование реального сектора. К сожалению, сохраняется высокая доля пролонгированных ссуд, которых заемщики вовремя не вернули. Балансовые убытки столичных КБ на 1 декабря вдвое превысили прибыль. Наибольшие потери понесли Банк Москвы (48,7 млн руб.), “Райффайзенбанк Австрия” (1,6 млрд руб.), “Сосьете женераль Восток” (354,8 млн руб.), Моснарбанк (44,3 млн), Промрадтехбанк (61,9 млн руб.), “Коммерцбанк Евразия” (61,9 млн руб.), Вексимбанк (16,8 млн руб.), Местбанк (5,3 млн руб.), Ланта-банк (0,4 млн руб.), “Первое общество взаимного кредита” (8,1 млн руб.) “Возрождение” (40,6 млн руб.). Астрономические убытки получили олигархические “СБС-Агро” – 18,9 млрд руб. и “Российский кредит” – 2 млрд руб. Многие кредитные организации показали очень маленькую прибыль по отношению к работающим активам. Это означает, что они плохо кредитуют или руководство скрыло значительную часть доходов, чтобы не платить налогов.

Проблемами российских банков серьезно озабочено не только правительство, ЦБ, западные кредиторы, которые лишились в России структур, обеспечивающих сопровождение и возврат инокредитов, но и

само финансовое сообщество в лице Ассоциации российских банков, других их объединений и союзов на федеральном и региональном уровнях. Они разрабатывают и предлагают для обсуждения концепции развития системы банков, чтобы вернуть им утраченную в значительной степени способность работать с населением, рядовыми вкладчиками; масштабно кредитовать и инвестировать за счет собственных и привлекаемых ресурсов реальный сектор экономики; противодействовать инфляции; бесперебойно обслуживать иностранные вложения; препятствовать нелегальному вывозу из России капиталов; восстановить доверие зарубежных партнеров; стать необременительными для казны, научиться работать без бюджетной кормушки; помогать укреплению рубля, превращению его в подлинно конвертируемую валюту.

ЛИЛИПУТЫ СРЕДИ ГУЛЛИВЕРОВ

В 2000 году, как и после августовского коллапса, банковская система стоит перед необходимостью решить две группы задач: самые срочные и стратегические. В первую очередь требуется укрепить институционально-правовой режим банков, чтобы повысить их открытость, прозрачность, эффективность, конкурентоспособность. Нужно содействовать банкам в преодолении кризиса ликвидности, чтобы они увеличили кредитование производства, усилить пруденциальный надзор с целью обеспечить надежность банков как стабильных финансовых посредников, форсировать реструктуризацию и рекапитализацию кредитной системы, убирая со сцены неплатежеспособные банки, чтобы в 2005-2010 гг. заложить фундамент совершенно новой банковской структуры в России.

На Неглинной рассчитывают, что в первой половине 2000 г. банки восстановят капитализацию до предкризисного уровня (120 млрд руб.). Но по курсу 28 руб./долл. это всего \$4,3 млрд – меньше, чем у одного не самого крупного американского банка. При курсе 32 руб./долл., заложенном в бюджете-2000, суммарный объем собственного капитала сокращается до 3,7 млрд долл., что не позволяет российским кредитным организациям решать макроэкономические проблемы.

Только спустя десятилетие российские власти приходят к пониманию, что не может быть единого сценария построения банковской системы, основанной на рыночных принципах. Чужой опыт, пригодный для одних стран, может оказаться абсолютно неприемлемым для других, учитывая их экономический уровень и специфику развития. Принципиально важен эволюционный подход, строго последовательное совершенствование банковского законодательства, в том числе с учетом мирового опыта.

Сегодня Россия особенно нуждается в формировании нового типа кредитной организации, более устойчивой к кризисным ситуациям, в банковских холдингах, группах, транснациональных банках с участием капитала из стран ближнего и дальнего зарубежья. Необходимо создавать и развивать такие банки, которые стимулируют рост производства в реальном секторе, ориентируясь на зарабатывание денег за счет кредитования промышленности, сельского хозяйства, науки.

В российском банковском сообществе после августовского обвала 1998 г. осознали, что важно сочетать рыночное и более жесткое государственное регулирование банковской деятельности, не скатываясь при этом к прямому администрированию и откровенному произволу. Нужно тщательно дозировать либерализм в кредитном секторе по мере его подготовленности, отказаться от безоглядного, не просчитанного по последствиям выполнения требований международных финансовых организаций.

Правительство и ЦБ РФ должны активнее помогать нашим банкам за рубежом, противодействовать их закрытию по политическим и конъюнктурным соображениям. Наоборот – всеми силами и средствами наращивать пробивную силу, конкурентоспособность российских банков. Пора наконец приступить к формированию в России добросовестной конкурентной среды, принять федеральный закон, карающий коррупцию, использование политического влияния в коммерческих целях, эксплуатацию власти для лоббирования собственных интересов, чем занимаются многие олигархи, в том числе получившие статус депутата. Переход на принципы регулирования и надзора, разработанные Базельским комитетом, должен быть взвешенным, поскольку они рассчитаны на устойчивую рыночную экономику и не учитывают особенностей России в переходный период.

ХРОНИЧЕСКИЙ ДЕНЕЖНЫЙ ГОЛОД

Деятельность российских банков в 2000 г. сдерживается недостаточностью денег в экономике, низкой ликвидностью финансового рынка, слабым платежеспособным спросом, вызванным монетарными ограничениями и спадом производства, исчерпавшим потенциал девальвации рубля. В числе других причин – неэффективность национальной денежно-кредитной системы, негативные последствия поспешного и непрофессионального реформирования экономики.

Ускоренная либерализация цен привела к отставанию от них рублевой массы, вызвав ее фактическое сжатие. Замедление оборачиваемости денег еще больше усилило их нехватку. Авральная приватизация увеличила недостаток ликвидности, поскольку денежная масса, помимо об-

служивания расчетов между предприятиями, сферы потребления и сбережения, в возрастающих объемах потребовалась на рынке ценных бумаг. Затем гигантская пирамида ГКО – ОФЗ, словно мощная помпа, выкачала рубли из оборота с помощью искусственно завышенной доходности гособлигаций.

В результате возросшей нагрузки на монетарную массу, ухудшившейся ликвидности фондового рынка к середине 1999 г. уровень монетизации составил около 15% от ВВП против 25-30% в других государствах с переходной экономикой и 60-120% в развитых странах. Это ударило прежде всего по реальному сектору. Отсутствие денег привело к их удорожанию, о чем свидетельствовали высокие ставки на межбанке, которые превышали иногда 100%. При такой дороговизне обеспечить окупаемость ссуд можно только с помощью краткосрочных сделок в финансовой сфере, где и сконцентрировалась преобладающая часть свободных банковских, производственных и государственных ресурсов, сильно обескровив промышленность и аграрный сектор.

Экономика отреагировала экономическим спадом, появлением в России еще четырех платежных систем, по масштабам далеко обогнавших официальную рублевую и восполнивших недостающую монетарную массу. Это, во-первых, денежные суррогаты, объем которых превзошел годовой ВВП. Во-вторых, дебиторская задолженность, превратившаяся в принудительное коммерческое кредитование неплатежеспособных покупателей со стороны производителей и продавцов товаров, услуг, что приобрело характер стихийной эмиссии, минуя официальные каналы ЦБ РФ. В-третьих, бартер (на его долю приходится от 20 до 90% расчетов в зависимости от отрасли). В-четвертых, доллары. В 1999 г. в России обращалась примерно треть (\$120 млрд) выпущенных США наличных “баксов”, что по стоимости в пять раз превысило рублевый агрегат М2 или четыре наших годовых бюджета.

Нехватку живых денег предприятия и банки активно возмещали за счет заимствований на внешних рынках, где они оказались дешевле и доступнее, вплоть до августа 1998 г. Когда кредитный «сыр» закончился, вся российская экономика оказалась в долговой мышеловке на несколько последующих десятилетий. Достигнутая в феврале договоренность о частичной реструктуризации государственной задолженности Лондонскому клубу, продолжение аналогичных переговоров российских компаний и кредитных организаций лишь временно облегчает бремя долгов, удешевляя их обслуживание, чтобы Кремль и отечественный бизнес могли и дальше занимать на международном рынке капитала. Строительство пирамиды (внешней) продолжается.

ПОМОГАТЬ ТЕМ, КТО САМ СЕБЕ ПОМОГАЕТ

Главные трудности банкам предстоит преодолевать в России. Речь идет о крупных потерях акционерного капитала и в портфелях долговых обязательств от пятикратного обесценения рубля в результате девальвации и инфляции. Серьезные проблемы создают в 2000 г. короткие сроки погашения синдицированных кредитов, изъятие вкладов, высокая доля невозвращенных ссуд, несовпадение сроков активов и пассивов (самая распространенная болезнь российских кредитных организаций), большая зависимость от государственных счетов, которые подлежат переводу в казначейство, чрезмерные операционные издержки.

Чтобы восстановить доверие к банкам, повысить их рентабельность, консолидировать банковский сектор, важно создать ядро жизнеспособных кредитных институтов, полностью отказаться от финансовой поддержки тех, кто не возвращает деньги кредиторам, задерживает платежи, не платит и не перечисляет налоги. Следует реанимировать механизм рекапитализации банков за счет средств собственников (старых, новых) и государства.

Для накопления собственных ресурсов банкам предстоит овладеть навыками, которыми большинство из них не обладает. Например, увеличить спектр услуг клиентам, снизить затраты, расширить сферы бизнеса, организовать корпоративное и проектное финансирование, помочь предприятиям найти новые рынки, а себе – дополнительные финансовые потоки, включиться в активный поиск стратегических партнеров, оказывать услуги по слияниям и поглощениям, операциям на вторичном рынке ценных бумаг. Понадобится повысить эффективность управления активами, привлечь клиентов со свободными средствами, увеличить ресурсную базу банков, расширить кредитование внешней торговли и экспортно-импортных сделок, разнообразить сервис по клиринговым валютам.

Конечно, если ориентироваться преимущественно на собственные ресурсы банков, то их реструктуризация и рекапитализация растянутся минимум на пять – восемь лет. Поэтому необходима помощь со стороны государства. Она может осуществляться в форме прямого финансирования через Агентство по реструктуризации кредитных организаций (АРКО) либо косвенной поддержки. Можно, скажем, снизить налог на прибыль банков до уровня, действующего для клиентов-предприятий (до 30% вместо действующих 38%), отказаться от обложения налогом на имущество “расходов будущих периодов”, так как они имуществом не являются.

Существуют и иные способы восстановления банков. Например, ускорить принятие постановления правительства о реструктуризации за-

долженности банков по зависшим клиентским фискальным платежам, разрешить банкам покрыть убытки 1998 г. прибылью 1999 г. без разбивки на пять лет возобновить предоставление стабилизационных кредитов ЦБ РФ. При выдаче ломбардных и других кредитов включать в залог до 90% стоимости ценных бумаг вместо установленных 30%, выкупить гособлигации у тех КБ, на балансах которых накопились крупные убытки, чтобы можно было направить средства на пополнение капиталов, сократить до двух лет погашение новых госбумаг, полученных банками в результате новации, увеличить на срок до трех – пяти лет государственную долю в капиталах крупных кредитных организаций и разрешить ее постепенный выкуп акционерами.

Источниками прямого финансирования реструктуризации и рекапитализации российских банков могут стать новый налог на все или отдельные финансовые операции, взносы действующих банков в создаваемую систему страхования депозитов или в новый фонд реструктуризации. К таким источникам относились бы кредиты в рамках согласованной инвестиционной программы от институтов, приобретающих банки, реформированные при помощи АРКО, кредиты ЦБ, средства бюджета, целевые выпуски облигаций Минфина или того же АРКО.

АРКОНАВТЫ МЕЖДУ СЦИЛЛОЙ И ХАРИБДОЙ

Статус агентства предполагает, что эмитируемые им долговые обязательства должны обеспечиваться собственными средствами или государственными гарантиями. Соответственно объемы эмиссии облигаций АРКО подлежат согласованию с возможностями бюджета года их погашения. В перечень обязательств агентства предлагается включить и векселя, а для повышения их ликвидности использовать созданную Неглинной систему переучета, проведение с ними сделок “репо” и прием в качестве обеспечения при выдаче кредитов. Чтобы ужесточить контроль и предотвратить злоупотребления, сферу обращения векселей АРКО нужно максимально ограничить.

В Ассоциации российских банков убеждены, что агентство должно кредитовать лишь такие кредитные учреждения, которые соблюдают требования к размеру банка и выполняют обязательные нормативы, доказали свою способность обслуживать и погашать ссуды, полученные от ЦБ РФ. Такие заемщики обязаны договориться с кредиторами о реструктуризации невыполненных обязательств, увеличить свой капитал за счет собственников, предоставить обеспечение, в том числе в виде пакета акций банка или его управляющей компании, обеспечить солидарную

ответственность акционеров за возврат кредита, гарантировать целевое использование полученных средств.

Финансирование АРКО, пусть частичное, целесообразно проводить через федеральный бюджет, включив необходимые расходы, скажем, в статью “Развитие рыночной инфраструктуры”. Учитывая, что казна еще долго будет обременена выплатой долгов, радикальной мерой для ускорения капитализации банков может стать передача КБ государством своей собственности, оформленной в виде ценных бумаг. Через операции на финансовом рынке, заимствования у иностранных партнеров кредитные организации могли бы неживые деньги превращать в живые, продавая секьюритизированные активы, получая под них ссуды.

В реальности все происходило иначе. 22 марта исполнился год с того дня, как Агентство по реструктуризации кредитных организаций приступило к работе, хотя правильной считать днем рождения 28 ноября: тогда было принято решение о создании АРКО. Его зарегистрировали в январе 2000 г., поскольку потребовалось время, чтобы окончательно принять бюджет-99, но только в марте удалось оплатить уставный капитал (10 млрд руб.) и получить лицензию от ЦБ РФ.

За год АРКО получило около пятидесяти банковских заявок с просьбой совместного погашения долгов. К началу марта 2000 г. агентство участвовало в 14 проектах реструктуризации 19 кредитных организаций в десяти субъектах Федерации. Суммарный объем обязательств КБ, находящихся под управлением, превысил 90 млрд руб., из них 10 млрд руб. – по вкладам граждан. Совокупный капитал в saniруемых банках вырос почти в десять раз и достиг примерно 700 млн руб. Во второй половине 1999 г. как налогоплательщики они перечислили в казну около 100 млн руб., а также клиентских фискальных сборов на 2,5 млрд рублей.

С помощью комплексного финансового анализа АРКО выделило в регионах ядро жизнеспособных КБ. Затем совет директоров утвердил список приоритетных субъектов Федерации, где сложилась самая тяжелая ситуация в банковской сфере. Оказалось, что в 26 регионах ее уже не восстановить без помощи государства. Было решено начать с трех – с Кемеровской, Самарской и Калининградской областей. Агентство работало и утвердило необходимые организационно-методические и программные документы, в том числе по взаимодействию с правительством и ЦБ РФ. Уточнены критерии отбора saniруемых банков. Объем привлеченных средств юридических и физических лиц – не менее 10% от общего во всех КБ данного региона. Доля кредитов местной экономике – не менее 30% валюты баланса. Важными условиями являются также наличие в банках бюджетных средств, возможность платить налоги при предоставлении отсрочки, расширить клиентскую базу, согласие участ-

ников банка участника перейти под управление АРКО с продажей ему контрольного пакета.

ТРИ НАПРАВЛЕНИЯ САНАЦИИ

Агентство начало работать сразу по трем направлениям. Во-первых, как антикризисный управляющий на основании соглашений и договоров с КБ, их владельцами о вхождении в капитал банков. Это может быть пакет из 75% плюс одна акция, либо из 50% плюс одна акция или из 25% плюс одна акция. Цель – гарантировать абсолютный контроль над реструктурируемым кредитным институтом. АРКО тщательно следит за уровнем цен продаваемых ему бумаг, не допуская их завышения. Обычно агентство занимается банками, у которых капитал уже утрачен, стал отрицательным и поэтому ничего не стоящим. Став главным акционером, АРКО приступает к рекапитализации. Пока это происходило напрямую – через вложение в банк собственных денег. В будущем не исключаются субординированные займы. После завершения санации агентство продаст свой пакет российским или иностранным инвесторам. Допускается обратный выкуп акций бывшими владельцами и менеджерами, но по рыночной стоимости.

Второе направление – приобретение (вместо прямого кредитования) части проблемных активов и обязательств для расчистки балансов у тех банков, которые самостоятельно могут восстановить платежеспособность. Подобные меры АРКО рассматривает как вспомогательные. Разрешается организация бридж-банков. В феврале 2000 г. Неглинная занялась разработкой соответствующей нормативной базы. Рядом с обанкротившимся КБ, где не работает корсчет, строится новый, куда переводятся лучшие активы и клиенты, в старом остаются долги. Свою задачу агентство видит в том, чтобы увеличить стоимость полученных активов, консолидировать их по всем филиалам, а потом продать по максимальной цене, когда сложится благоприятная конъюнктура.

Третье направление – участие в ликвидационных процедурах (если банк сохранить не удастся) по поручению Белого дома или Неглинной через передачу требований. Но от этого пришлось отказаться, поскольку главным ликвидатором решил выступать сам ЦБ РФ.

Формально АРКО – чисто технологическая структура, однако действовать ему приходится в перенасыщенной конфликтами интересов политической среде, где банки, особенно олигархические, играют роль очень важных инструментов при дележе собственности, избирательных кампаниях. После августовского кризиса многие КБ обанкротились, утратили капитал, поэтому приложили немало сил, чтобы попасть в число

эксклюзивных, привилегированных клиентов агентства, используя связи в верхах. Там, в свою очередь, тоже немало желающих помочь нужным банкам за счет АРКО.

Чтобы сделать руководство АРКО послушным, его с самого начала посадили на голодный финансовый паек. Например, для санации банковской системы в ряде латиноамериканских стран из госказны выделялось до 55% ВВП. Агентству предоставили 10 млрд руб. или 0,37% ВВП. К концу 1999 г. на действующие проекты у него имелось 4 млрд руб. Из них 2,95 млрд руб. предназначалось для кредитных линий на развитие банковских операций saniруемых банков, 650 млн руб. – на увеличение их уставных капиталов. В 2000 г. АРКО обещали 1 млрд “живых” рублей и на 4 млрд руб. государственных гарантий под облигационный заем, на который еще нужно найти инвесторов. Итого 0,09% от ВВП. Само АРКО свои минимальные потребности оценивало в 50 млрд руб. “живьем” и еще 30 млрд руб. заимствований.

Расчет режиссеров ситуации состоял в том, чтобы заставить генерального директора агентства Александра Турбанова приползти к тем, кто контролирует и распасовывает бюджетные деньги в обмен на спасение “нужных банков”. Ответ АРКО был асимметричным. Оно не стало кланяться и ввязываться в закулисные политические интриги. Полученных в 1999 г. средств хватало на реализацию 10 – 12 небольших региональных проектов, на которых агентство и сосредоточилось.

НЕ ПРОСИ – И ДЕНЬГИ ПРИДУТ САМИ

Интерес к программам АРКО проявил Европейский банк реконструкции и развития. Под гарантии правительства он готов выделить кредиты на малозатратные проекты (называлась сумма до \$300 млн), хотя в результате кризиса ЕБРР понес в России крупные убытки. Например, потерял \$36 млн, вложенных в уставные капиталы Инкомбанка и Токобанка. В марте 2000 г. ЕБРР имел доли в Автобанке, Нижегородском банкирском доме и Российском банке проектного финансирования (переименованном в феврале в Банк кредитования малого бизнеса).

Для привлечения финансовых ресурсов в банки, управляемые АРКО, его руководство запустило с 18 февраля 2000 г. систему гарантирования вкладов в кировском Вятка-банке, калининградском Инвестбанке и кемеровском Кузбассугольбанке, зарезервировав на данные цели 500 млн руб. Раз в квартал в специальный фонд будут перечисляться взносы банков-участников – 0,01% от объема привлекаемых вкладов. 100-процентный их возврат гарантируется тем клиентам, сумма вкладов которых до 20 минимальных оплат труда. По вкладам от 20 до 250 МРОТ можно получить до 20 МРОТ полностью, а остальное – с 10-

процентной скидкой. По вкладам от 250 до 1000 МРОТ шкала следующая: 20 МРОТ возвращаются полностью, до 240 МРОТ – 90%, от 250 до 1000 МРОТ – 50%. Подобная система касается только банков с отзывными лицензиями, и она будет отменена с принятием федерального закона о защите вкладов (против которого по-прежнему активно выступают кредитные организации и страховые компании).

Агентство рассчитывает также на размороженный в 1999 г. кредит Всемирного банка (\$35 млн), который АРКО непосредственно, видимо, не получит, но сможет использовать для оплаты услуг консультантов, юристов, аудиторов при санировании банков. Другой источник средств – доходы, получаемые госказной от погашения проблемными КБ задолженности перед бюджетом.

Устраниться от политических дрызг агентству, конечно, не удалось. Острая борьба развернулась за кресло председателя совета директоров АРКО. Первым его занял Виктор Геращенко, пользовавшийся сильной поддержкой тогдашнего премьера Е.Примакова. После того как последнего сместили с должности (май 1999 г.), а через 82 дня вслед за ним отправили в отставку С.Степашина (август 1999 г.), отношение кремлевского окружения президента к главе Центробанка испортилось. В администрации президента сочли, что руководитель ЦБ РФ и АРКО слишком жестко ведет себя с близкими к этому окружению КБ, симпатизирует лужковским кредитным организациям (получившим госкредиты на реструктуризацию) и ОВР в преддверии парламентских и президентских выборов.

Претензии накопились у олигархических банков, особенно у тех, которые обслуживали влиятельных членов кремлевского аппарата, правительства, Госдумы, Совета Федерации, недовольных несговорчивостью В. Геращенко в поддержке нужных КБ. В сентябре терпение лопнуло, и на должность главы АРКО был назначен вице-премьер Виктор Христенко. 24 февраля 2000 г. по тем же причинам его заменил первый вице-премьер и министр финансов Михаил Касьянов, одновременно ставший председателем наблюдательного совета Российского банка развития.

Давление испытывают не только руководители ЦБ РФ, АРКО, но и глава государства. На встрече с членами правительства 8 февраля Владимир Путин выразил недовольство слишком медленными темпами оздоровления банковской системы и потребовал найти дополнительные возможности для финансирования агентства.

ОТБИВАЯСЬ ОТ ДЕМАГГОВ

Очень мешает АРКО отсутствие необходимой юридической базы, несовершенство существующей, лишение агентства права на законода-

тельную инициативу. Вот типичный случай. Оно пытается заключить мировое соглашение с кредиторами санлируемого банка, которые согласны списать часть задолженности. По действующим законам прощенная сумма считается прибылью разорившегося КБ, и он обязан уплатить налоги, хотя никаких денег в реальности не получил.

Главная трудность – в больной российской экономике, где по определению не может быть здоровых банков. Им некуда вкладывать ресурсы, в том числе выделяемые агентством, поскольку отсутствует необходимое количество прозрачных, надежных предприятий и компаний-заемщиков, реально способных получить прибыль, достаточную для возвращения ссуды да еще с процентами. Решение этой проблемы лежит за пределами возможностей и компетенции АРКО.

Много крови портит агентству безответственная позиция учредителей и менеджеров санлируемых банков, основных кредиторов и региональных властей. Часто они не могут выработать согласованную политику, не хотят договариваться между собой, участвовать в реструктуризации КБ на паритетных началах.

Приходится отбиваться от парламентских и политических демагогов, расценивающих деятельность АРКО как подрыв института частной собственности. При этом умалчивается, что владельцы ее фактически потеряли, превратили в отрицательную в результате своей деятельности, которая к тому же нанесла огромный ущерб государству и его гражданам.

8 июля 1999 г. произошло важное событие для агентства: вступил в силу федеральный закон № 144-ФЗ “О реструктуризации кредитных организаций”. 13 июля АРКО было реорганизовано в некоммерческую государственную корпорацию, деятельность которой нацеливалась на принудительную санацию. При этом продолжались запущенные ранее программы добровольной перестройки банков.

Закон определил случаи, принципы и процедуры насильственного оздоровления. Оно проводится, когда доля банков в предоставленных кредитах и привлечении средств населения в проблемном банке стала преобладающей. Когда его собственный капитал упал ниже 2% от суммарных активов. Когда исполнение обязательств перед кредиторами задерживается более чем на семь дней. При выявлении этих фактов закон предписывает Неглинной передать банк агентству для обследования, в сам КБ вводится временная администрация, а полномочия его учредителей приостанавливаются.

За девяносто дней АРКО должно проанализировать финансовое положение и определить, забирать ли банкрота под свое управление или отказаться от этого, например, из-за высоких затрат или невозможности эффективной реструктуризации. При положительном решении агентство

принудительно списывает капитал санируемого банка до величины его чистых активов и использует свое преимущественное право на увеличение уставного капитала КБ, заключает мировое соглашение с кредиторами, меняет систему менеджмента, прибегает к другим мерам финансового оздоровления.

Первые месяцы действия закона № 144-ФЗ выявили его серьезные недостатки. Необходимо, считают в АРКО, отказаться от слишком жестких подходов в отборе санируемых банков. В их число не попадают многие кредитные организации в регионах, работающие напрямую с реальным сектором. Упор только на принудительные меры исключает возможность помочь проблемному КБ на самых ранних стадиях возникновения проблем.

ОЛИГАРХИ ШАНТАЖИРУЮТ КОМПРОМАТОМ

Под принудительные санации попали банки “Воронеж” и “СБС-Агро”. Реструктуризация последнего вызвала повышенный интерес, учитывая его масштабы, значение филиально-расчетной системы для финансирования АПК, органов законодательной и исполнительной власти, в обслуживании населения, прошлые доверительные отношения с администрацией президента и его ближайшим окружением. После августовского кризиса, используя эти “активы”, руководство банка начало через СМИ открыто шантажировать власти компроматом, требуя от них стабилизационных кредитов. Получив 12,5 млрд руб., оно захотело еще больше, оценив свои нужды в 46 млрд руб. В начале 1999 г. это примерно равнялось совокупному капиталу всех российских банков (без Сбербанка).

Несмотря на введение временной администрации, из “СБС-Агро” продолжали уводить самые ценные активы с помощью уступок права требования, зачетов и других махинаций. К 1 октября из числившихся на балансе банка активов на 76 млрд руб. осталось 8 млрд руб. наиболее ликвидных. Долги же превысили их более чем в семь раз.

16 ноября 1999 г. этому положили конец: банк перешел под полное управление АРКО, которое стало его главным акционером, получив 99% акций, и ввело мораторий на исполнение всех обязательств. Оснований было достаточно. Капитал “СБС-Агро” не только не превышал 2% от общих активов, но стал отрицательным (минус 29,7 млрд руб.). Платежи не осуществлялись по несколько месяцев. На банк приходилось свыше одного процента суммарных вкладов населения.

10 января 2000 г. закончилось формирование новой администрации. АРКО получило пять мест из восьми. Менеджеры занялись подготовкой

мирового соглашения с кредиторами и, не дожидаясь его, начали выкупать задолженность “СБС-Агро” перед гражданами, остатки вкладов которых составляют менее 5 тыс. руб. Это 1,07 млн депозитов из 1,2 млн, или 92%. На данные цели выделено 400 млн руб., которые с 19 января АРКО получает траншами по 20 млн руб. Погашаются рублевые и валютные вклады по курсу на 16 ноября, то есть 26,24 руб./долл. Вслед за Москвой последовали Брянская, Воронежская, Самарская и другие области.

Помимо санации “СБС-Агро”, агентству пришлось заняться организацией Российского сельскохозяйственного банка. 16 февраля постановление об этом принял Совет федерации. АРКО выступило формальным учредителем. Уставный капитал РСХБ (начальная сумма 375 млн руб.) делится между правительством (51%) и регионами (49%). С помощью агентства предстоит создать филиальную сеть. Использовать принадлежащую “СБС-Агро” сеть невозможно, поскольку она отошла на баланс других юридических лиц – агентства недвижимости “СБС-Агро” и агентства “Недвижимость. Капитал. Интеграция”. В перспективе планируется построить на базе Россельхозбанка крупный финансово-производственный холдинг.

Добровольная реструктуризация затронула девять банков, в которых доля АРКО колеблется от 25 до 75% уставного капитала. Прямое участие в нем осуществляется с помощью выкупа дополнительной эмиссии по символической цене – за один рубль. В числе таких кредитных организаций воронежский “Петр I”, калининградский Инвестбанк, Кировский Вятка-банк. В них создается новая система мониторинга и контроля за деятельностью, управления ликвидностью, формируется бюджет, кадры, процедура управленческих решений, подписываются соглашения о взаимодействии с региональными властями.

НА ОБЛОМКАХ СТАРЫХ ФИЛИАЛОВ

Осуществляются еще две программы добровольной санации без участия АРКО в уставном капитале кредитных организаций. Одна – поддержка ликвидности в банке “Возрождение” с помощью выкупа у него долгосрочного актива на условии сделки репо. Другая – восстановление с помощью Альфа-банка финансового обслуживания клиентов в тех российских регионах, которые после августовского кризиса 1998 г. лишились местных кредитных институтов и сети московских, например “СБС-Агро”, Инкомбанка. Были приняты бизнес-планы по организации филиалов (в 15 субъектах Федерации) и выделены деньги на открытие первых четырех. Общая сумма кредита на весь проект – 1 млрд руб. под 30% годовых сро-

ком до 2003 г. В качестве залога Альфа-банк отдал контрольный пакет, а также предоставил в совете директоров места для руководителей АРКО, которые будут следить за целевым использованием кредита.

Под управление АРКО добровольно перешел “Российский кредит”. Состоялось общее собрание его акционеров, которое рассмотрело проект мирового соглашения с кредиторами, предложенный агентством. Если документ принимается, 10% вкладов граждан выплачиваются наличными в течение семи рабочих дней, остальное – в рассрочку за полтора года. Юридическим лицам немедленно погашается 5% от суммы требований, 15% – через три года (пять лет – по обязательствам в СКВ), 80% – не позднее девятнадцати лет. Если этот вариант не принимается и банк банкротится, имеющихся у него активов хватит на удовлетворение лишь 20% суммарных долгов.

Санация этого банка займет три-пять лет. Она начнется с антикризисного управления, при котором ликвидируются проблемы, накопившиеся в банках, взыскиваются задолженности, улучшается качество активов. На втором этапе намечается вывести банк на путь развития. Будет определена рыночная ниша и диверсифицирована деятельность, под них подберут и обучат кадры. Расширится клиентская база, будут обновлены банковские технологии. Все это должно помочь “Российскому кредиту” отправиться в самостоятельное плавание без опеки со стороны АРКО. Повысив инвестиционную привлекательность банка, агентство продаст на рынке свой пакет заинтересованному вкладчику капитала по наивыгоднейшей для себя цене.

Продолжается реструктуризация АвтоВАЗбанка, который перешел 24 апреля 1999 г. под опеку АРКО, выделившего 300 млн руб. К концу года Агентство приобрело 88,1% в уставном капитале банка. Эту долю планируется уменьшить до 75,3% после привлечения новых инвесторов. Чтобы разблокировать корсчет, была открыта кредитная линия, погашается картотека неоплаченных платежных документов.

Путь АвтоВАЗбанка к банкротству типичен для многих опорных КБ в провинции. Занимая ведущее место в первой десятке по финансовым показателям, он стал жертвой монополизации российского рынка МБК семью московскими кредитными организациями, т.к. около половины кредитного портфеля закрывалось межбанком, причем 50% приходилось на овернайт. Для поддержания ликвидности пришлось продавать золотой запас, ГКО, лучшие активы. Но утечки в СМИ сделали свое черное дело: клиенты в массовом порядке принялись снимать деньги со счетов. Не помогло использование половины фонда обязательного резервирования в ЦБ РФ, а также его стабилизационные кредиты. Четыре года банк пытался выкарабкаться за счет собственных средств, реали-

зации недвижимости и лишнего оборудования, сокращения филиалов и персонала, заставляя заемщиков погашать ссуды (доля кредитов промышленности доходила до 95%).

На АРКО тольяттинцы вышли в 1998 г., рассчитывая, что санация в законном порядке позволит ввести мораторий на начисление штрафов и пеней, на которые у КБ не хватало средств. Когда вышел закон № 144-ФЗ, отработать его АвтоВАЗбанк предложил на себе и получил согласие. Задолженность по штрафам реструктурируется, а остальные обязательства почти целиком погашены. Репутация Агентства как главного владельца вернула клиентов. Полученные деньги вкладываются в расширение расчетного-кассового и инкассационного обслуживания, кредитование предприятий в Самарской и Оренбургской областях, в Чувашии, Москве и Петербурге, на Кипре, где у АвтоВАЗбанка имеются филиалы. Он много зарабатывает на комиссии – аккредитивах, ведении паспортов сделок, валютно-обменных и экспортных сделках, по которым за десять лет накоплен солидный опыт.

КРЕМЛЬ ВМЕШИВАЕТСЯ В РЕАНИМАЦИЮ

17 февраля глава государства поручил Белому дому и Неглинной в срочном порядке прекратить процедуру банкротства Промстройбанка и передать его под управление АРКО. 9 марта Федеральный арбитражный суд Московского округа рассмотрел вопрос о возвращении лицензии ПСБ. По негласной информации, мнение исполнительной власти было доведено до судей.

История банкротства Промстройбанка, его взаимоотношений с администрацией президента, олигархами и ЦБ РФ полна драматизма, скрытых политических баталий, от которых так сторонится АРКО. В течение 77 лет своей деятельности это был крупнейший кредитор советской, а потом российской обрабатывающей промышленности, которую обслуживали двадцать два филиала в девяти регионах. Доля кредитов в совокупных средствах, направляемых на финансирование реального сектора, составляла 17%, в том числе в нефтехимии – 18%, машиностроении для химической отрасли и приборостроения – свыше 35%.

Августовский кризис разрушил банк. Из-за девальвации, отказа государства отвечать по своим обязательствам, других убытков капитал ПСБ стал отрицательным (минус 3 млрд руб.). По согласованию с Неглинной, АРКО взялось помочь. Финансовое состояние Промстройбанка было тщательно обследовано, проведен аудит. Затем 18 июня 1999 г. Агентство утвердило план реструктуризации на сумму 3135 млн руб. Од-

нако через две недели – 2 июля – ЦБ РФ резко изменил позицию и приказал немедленно обанкротить ПСБ.

Причиной разворота на 180 градусов стало категорическое требование делегации Международного валютного фонда, побывавшей в Москве в конце июня, закрыть проблемные банки как одно из условий одобрения совместного меморандума по экономической политике правительства и ЦБ РФ, и положительного решения совета директоров МВФ 21 июля о выделении России очередного кредита (\$640 млн). Неглиная была вынуждена подчиниться, лишив лицензии также Онексимбанк, Мосбизнесбанк и Межкомбанк.

Это были дни ожесточенного прессинга на Виктора Геращенко со стороны кремлевской администрации, финансовых советников, близких к окружению президента, которые пытались захватить контроль над Промстройбанком, а также над Сбербанком и другими крупными КБ накануне парламентских и президентских выборов, максимально ослабить конкурентов. Ответная реакция была бурной. Тогдашний вице-премьер московского правительства Сергей Ястржембский расценил решение по Мосбизнесбанку как мощный удар по финансовой системе столицы (читай: ОВР) и выполнение В.Геращенко политического заказа. Не помогло личное заступничество за МББ со стороны Юрия Лужкова 30 июня на встрече с главой ЦБ РФ.

За Онексимбанк, Межкомбанк и Промстройбанк вступились иностранные кредиторы, которые заявили о готовности договориться со своими российскими заемщиками. Первым двум удалось на время притормозить отзыв лицензии. Однако у ПСБ не нашлось ходатаев, достаточно авторитетных для кремлевского окружения. 18 ноября 1999 г. Московский арбитражный суд признал Промстройбанк банкротом. В январе 2000 г. его председатель Яков Дубенецкий ушел на пенсию.

ЖИЗНЬ ПОСЛЕ СМЕРТИ

Что повлияло на решение Кремля и Белого дома передать ПСБ Агентству по реструктуризации кредитных организаций – уже не столь важно. Это может быть победа Администрации президента на парламентских выборах, отставка Б. Ельцина и смена приоритетов советников, близких к кремлевскому окружению. Упоминают о настойчивости 28 западных банков-кредиторов ПСБ, среди которых такие гиганты, как германский Байрише ферайнс унд хипотеке банк, английские Мидленд банк, Нэшнл Вестминстер банк, Баклайз банк, Лондон форфейтинг.

Не исключается лоббирование сторонников усиления государства в экономике, например, через слияние ПСБ с остающимся с 10 марта 1999 г.

на бумаге Российским банком развития, чтобы использовать принятый Госдумой специальный бюджет развития (27 млрд руб.). Припоминают, что питерский ЛОМО, которым руководил вице-премьер Илья Клебанов, входил в ПСБ акционером наряду с другими предприятиями оборонной, газовой, нефтяной, машиностроительной, металлургической, строительной промышленности. Повлияло и назначение первого вице-преьера и министра финансов Михаила Касьянова главой наблюдательного совета РБР и совета директоров АРКО. Объединение двух банков поддержали Совет федерации, Госдума, Минэкономики.

Агентство было готово вернуться к санации Промстройбанка и уже сделало необходимые финансовые расчеты. Обязательства ПСБ перед частными вкладчиками оцениваются в 630 млн руб. и на погашение хватит около \$20 млн. Долг инокредиторам (\$100 млн) можно погасить по схеме: 10% сразу наличными, а остальное – в рассрочку, с выдачей векселей и облигаций. Задолженность перед госказной (380 млн руб.) – переоформить на Российский банк развития. В сумме получается 1,8 млрд руб. Менеджеры ПСБ считают, что для восстановления банка хватит и одного млрд руб.

Большой резонанс вызвал указ и.о. президента, предусматривающий жесткие карательные меры к проблемным банкам. Это было официальным признанием того, что у ЦБ РФ нет достаточного политического веса для решительной санации российской банковской системы. Ее реструктуризация представляет собой не техническую проблему, а зависит от реальности, которая неподвластна Неглинной: общая деградация постсоветской экономики и производства, криминальное сращивание государства и бизнеса, гигантские масштабы коррупции.

Пятикратное обесценение рубля в результате девальвации и инфляции с августа 1998 г. до февраля 2000 г. оказало сильное воздействие на всю банковскую структуру, деятельность банков, усилив их деформации и дисбалансы. Вот как сложились пассивы кредитных организаций в конце 1999 г. Собственный капитал составил 14%, срочные рублевые депозиты – 13%, срочные валютные депозиты – 18%, кредиты Центробанка – 14%, вклады до востребования в рублях – 15%, прочие привлеченные средства – 25%.

Эти цифры не раскрывают множества проблем, возникающих при формировании ресурсной базы. Подавляющая ее часть состоит из коротких пассивов. Объем рублевых кредитов от других банков за десять месяцев 1999 г. подскочил на 98%. Рост не столь впечатляет, если учесть, что в четвертом квартале 1998 г. межбанк ужался почти наполовину к концу декабря. Реальную ситуацию отражает объем привлеченных валютных кре-

дитов: он упал на 41%, причем от нерезидентов – в два раза. Банки утратили доверие друг к другу. На реанимацию рынка МБК уйдут годы.

Сокращение финансовой подпитки банки пытались компенсировать привлечением средств населения. Отчасти это удалось: рублевые депозиты выросли на 27,7%, в СКВ – на 10,1%. В совокупных пассивах они составили 18,6% (на 0,5% меньше, чем в январе 1999 г.). Почти весь приток (85%) пришелся на Сбербанк, контролирующий 75,5% всех вкладов граждан. Но в целом их объем уменьшился вдвое.

Крупным донором российских банков в 1999 г. выступила Неглиная. Речь идет о стабилизационных кредитах (примерно 16-18 млрд руб.), внутрисдневных кредитах (21,7 млрд руб. за январь – сентябрь), овернайт-тах (1,5 млрд руб.), а также о сделках репо. К середине года остаток задолженности банков по этим операциям составил около 166 млрд руб.

Продолжалось пополнение ресурсов кредитных организаций за счет предприятий. В рублях оно увеличилось на 88% (в 2,5 раза обогнав официальный рост потребительских цен), в валюте – уменьшилось на 4%. В итоге в совокупных пассивах доля данного источника выросла с 18,9% в августе 1998 г. до почти 30% в октябре 1999 г. Однако весь прирост сконцентрировался (хотя и неравномерно) приблизительно в тысяче банках из тогдашних 1385.

Наращиванию пассивов весной – летом 1999 г. помогло банкротство олигархических КБ. На освободившуюся нишу хлынули государственные, иностранные и смешанные банки, а также российские из второго и третьего эшелонов. Последние начали увеличивать свой капитал на тысячи и десятки тысяч процентов в год за счет притока клиентов, оставшихся без обслуживания со стороны бывших системообразующих КБ. Впрочем, они тоже принялись накачивать средствами собственные бридж-банки (Росбанк, “Менатеп СПБ”, Доверительный и инвестиционный банк, Импэксбанк, “Первое общество взаимного кредита” и др.). Часто рост капитала опережал рост активов либо приближался к нему. Это не настораживало менеджеров и владельцев, поскольку в России большой объем собственных средств принято считать признаком надежности.

Немалую выгоду получили скрытые банкроты и проблемные банки, принявшиеся строить клиентские пирамиды, чтобы закрыть убытки в балансах и по забалансовым операциям (вексельным, форвардным, гарантийным, трастовым). Аналогичным способом воздвигались депозитные пирамиды из сбережений граждан, которых всеми способами пытались заманить в уцелевшие КБ. К концу 1999 г. бум закончился. Темпы прироста пассивов уменьшились в три раза, сигнализируя о том, что вся корпоративная и частная клиентура уже поделена.

Зато возникла новая проблема: образовался огромный дисбаланс между ростом ресурсов на банковских счетах и сокращением доходных ликвидных инструментов и сфер вложения капитала. При денежной массе в декабре 1999 г. около 610 млрд руб. не работали на экономику свыше 100 млрд руб., или более 20% суммарных банковских активов. Помимо обязательных резервов в ЦБ РФ в эту цифру входили: остатки на счетах – 60 млрд руб., депозиты в Центробанке – 20 млрд руб., депонированные остатки в торговых сетях – 10 млрд руб., корсчета – 10 млрд рублей. Как же расходовали банки привлеченные средства?

В целом структура активов российских банков в конце 1999 г. выглядела так: на резервы в ЦБ РФ приходилось 11%, на иностранные активы – 25%, на требования к расширенному правительству – 33%, на суммарные кредитные вложения – 34%.

Внешне масштабы деятельности КБ расширились. За десять месяцев 1999 г. активы увеличились на 33% (или на 345,1 млрд руб.), причем рублевые – на 56% (на 256,7 млрд руб.), что на 36,6% больше доавгустовского (1998 г.) уровня. Валютные активы упали на 1,5 млрд долл. (5,3%) и составили всего 73,3% от докризисного объема. Снижение темпов инфляции изменило долю активов в СКВ. Если в конце 1998 г. она достигала 56% в суммарных, то в декабре 1999 г. – около 45%.

Избыток рублей за десять месяцев снизил цену кредита с 45 до 33% годовых. Это частично поддержало импортозамещающее производство. Ссуды реальному сектору возросли на 86%. Примечательно, что прирост обеспечили примерно 700 банков (из 1385), на долю которых пришлось 90,5% общего кредитного портфеля российской банковской системы.

СМЕРТЬ РЫНКОВ

Все равно стоимость заемных средств оставалась недоступной для основной части реального сектора, где рентабельность не превышала 5%. Именно этим объяснялось падение спроса на валютные кредиты: их стало трудней обслуживать в условиях обесценившегося рубля. Объем ссуд в СКВ снизился с 71,1 до 53,1%.

Не восстановился рынок межбанковских кредитов, составив к октябрю по номиналу около 90% от предкризисного. В активах его доля установилась на 6%. Общий объем валютных вложений в МБК уменьшился на \$2,2 млрд, рублевых – достиг 25 млрд руб., что в реальном выражении почти на 13 млрд руб. меньше, чем на 1.08.1998 г.

Фактическая смерть российского фондового рынка в 1999 г., потеря интереса к государственным облигациям привели к свертыванию опера-

ций с ценными бумагами. Их доля в суммарных активах сократилась с 30% (на 1.08.1998 г.) до 21,1% в октябре 1999 г.

Качество банковских активов улучшалось крайне медленно. Просроченная задолженность кредитным организациям оставалась высокой – 8,2% против 6% на 1 августа 1998 г. Причем удельный вес безнадежных долгов вырос с 11,3% до 12,4% и по неофициальным данным превысил 2 млрд долларов.

За этими цифрами скрывалась очень тревожная действительность, подлинные масштабы которой обнаружились в 2000 г.: банки не хотят кредитовать производство, если оно не их акционер. Дело не только в КБ, которые не умеют работать в реальном секторе, с маленькой маржой, не научились проектному финансированию, лизингу, управлению корпоративными финансами, поиску новых рынков для клиентов. Не желают банковских кредитов и инвестиций именно предприятия, совершенно сознательно довольствуясь лишь пополнением оборотных средств, поддержанием производственного цикла.

Причины разные. Свыше половины предприятий убыточны. Износ оборудования в зависимости от отрасли составляет от 50 до 90%, сроки его эксплуатации – 10 лет и более. Многие рынки (внешние и внутренние) потеряны. То, что помогли отвоевать девальвация и инфляция, к началу 2000 г. было утрачено, так как внутренние цены сравнивались и даже превзошли мировые. Платежеспособный спрос продолжает падать. Даже закупив новое оборудование или взяв его в аренду, производители не знают, сумеют ли сбыть продукцию.

У относительно благополучных предприятий от четверти до трети оборудования простаивает. Для увеличения производства, если понадобится, не нужны кредиты и инвестиции – просто расконсервируется парк станков и машин. В критических ситуациях прибегают к бартеру и взаимозачетам.

Совсем преуспевающие компании (главным образом экспортные) на 60% и более сами себя обеспечивают финансированием, оставляя значительную часть валютной выручки за границей. За постсоветские годы туда вывезено не менее трех годовых ВВП. Это и источник даровых ресурсов, и залог для привлечения дешевых кредитов и инвестиций, минуя российскую банковскую систему. При действующем налоговом режиме держать крупные деньги в России, тем более в банках, рассматривается как безумие.

Из двухсот крупнейших КБ лишь у двадцати (в основном чуть больше средних) свыше 50% работающих активов составляли кредиты небанковскому сектору. Это НИКЭ – 98,6%, Глобэксбанк – 92,6%, “Мастеркапитал” – 78,9%, Алеф-банк – 74,4%, Металлинвестбанк –

67,2%, “Солидарность” – 66,2%, Московский индустриальный банк – 63,5%, Курспромбанк – 61%, НОМОС-банк – 59,6%, “Платина” – 59,5%, “Промсвязь” – 58,9%, “Викинг” – 57,9%, Уралтрансбанк – 57%, “Авангард” – 54%, “Казанский” – 53,3%, “Заречье” – 53,1%, Тюменьэнергобанк – 52,5%, “Империял” – 52,4%. Хотя сами ссуды предоставляются небольшие, лишь у четырех КБ (НИКЭ, “Мастеркапитала”, Алеф-банка и Тюменьэнергобанка) они были погашены в срок к 1.12.1999 года.

РАСПЛАТА ЗА ЖАДНОСТЬ

Нефотогеничная картина наблюдалась в банках-лидерах, если сравнивать объем просроченной им задолженности в общем кредитном портфеле и долей кредитов предприятиям в работающих активах. Так, эти параметры составили у Сбербанка 6,6% (10%), Внешторгбанка – 33,5% (24%), Газпромбанка – 1,2% (22,3%), Альфа-банка – 15,2% (27,5%), Международного московского банка – 38,9% (16,3%), “СБС-Агро” – 36,9% (19,6%), “Российского кредита” – 20,8% (4,7%), Нефтехимбанка – 51,9% (35,3%), Торибанка – 60,9% (41%), Юнибеста – 27,8% (49,9%), Московского индустриального банка – 22,8% (35,5%), МФК – 56,9 (20,8%), Элбимбанка – 58% (44%), РНКБ – 80,6% (11,4%), Промсвязьбанка – 6,8% (58,9%), “Еврофинанса” – 11,6% (14,1%).

Это официально признанная информация лишь о части непогашенных кредитов. Чтобы не попасть под санкции ЦБ РФ, российские банки обычно пролонгируют или негласно реструктурируют обязательства клиентов. Объем такой задолженности может превышать 50% и более от суммарных долгов заемщиков. В роли последних часто выступают акционеры самих банков. КБ в этих условиях уцелеют лишь в двух случаях: если будут обслуживать экспорт либо, купив власти, оседлают средства госбюджета.

Большая просрочка в кредитных организациях в 1999 г. – расплата за непрофессионализм, слишком рискованный менеджмент, за неумную жадность в дележе клиентуры, доставшейся от олигархов, которых те же клиенты разоряли, не возвращая долги. Как в прошлом, так и сейчас многие банки не хотят создавать резервы под возможные потери по ссудам, чтобы не удорожать кредит и не отпугивать заемщиков. Мало желающих формировать провизии в объеме выданного кредита (то есть омертвлять собственные средства на срок кредитного договора) мелкому или среднему предприятию либо клиенту, вызывающему сомнения. К сожалению, в нынешних российских условиях обе стороны строят свои отношения на одноразовой основе по принципу “если попугай издох, черт с ним, купим нового”.

Немалая часть банковских ссуд, особенно у КБ с большим госучастием, идет не в производство, а на финансирование бюджетов разных уровней, заменив прекратившиеся заимствования казны с помощью долговых обязательств. Рост такой поддержки виден по увеличению требований к расширенному правительству. В свою очередь власти охотно размещали средства в комбанках. В конце 1999 г. лидерами среди “бюджетных” КБ были Сбербанк – 9 млрд руб. (2,74% в общих обязательствах), Банк Москвы – 3,5 млрд руб. (16%), Башкредитбанк – 2,7 млрд руб. (33%), “Золото-платина” – 1,8 млрд руб. (76,7%), Мост-банк – 1,7 млрд руб. (16,6%), “СБС-Агро” – 1,4 млрд руб. (2,8%), “Возрождение” – 1,4 млрд руб. (21,4%), “Ханты-Мансийский” – 1,3 млрд руб. (38%), Газпромбанк – 0,8 млрд руб. (2%), Промрадтехбанк – 0,7 млрд руб. (50,4%).

Другой предпочтительной сферой вложения стало размещение активов за рубежом. К середине 1999 г. они достигли \$12,5 млрд. Отношение чистых иностранных активов к банковскому капиталу приблизилось к 50%, увеличившись с начала года в пять раз. Таковы масштабы бегства капитала из России.

Медленно улучшается финансовое положение банков. Снижаются доходы от традиционных операций (кредитных, фондовых, валютных). Неглиная постоянно требует доначислять в обязательные резервы в ЦБ РФ, а также в связи с ухудшением качества активов. В итоге совокупные убытки КБ в 1999 г. с учетом потерь за предыдущий год составили около \$2 млрд (против \$450 млн прибыли на 1.08.1998 года).

ЗИЯЮЩИЕ ПУСТОТЫ В БАЛАНСАХ

На самом деле сумма потерь в несколько раз больше, если учитывать задолженность перед нерезидентами по форвардным контрактам, кредитам и депозитам. Правда, ряду системообразующих банков удалось договориться о реструктуризации своих обязательств. Автобанку \$141 млн долга были сокращены до \$46 млн (с рассрочкой на два года), Конверсбанку – с \$55 млн до \$21 млн (на год), Национальному резервному банку – со \$195 млн до \$56,3 млн (на год), Росэксимбанку реструктурированы \$30 млн (на 2,5 года), Промстройбанку СПб – \$92 млн на три года, включая срочные сделки. В сентябре – декабре 1999 г. из московских кредитных организаций не имели прибыли Диалогбанк, “Конкорд”, Росдомбанк, “Таганский”, “Союзавиакосмос”, “Александрия”, Федеральный космический банк, Межбанковский кредитный союз, Расчетная палата РТС, Зелак-банк, Мострансбанк, Фламинго-банк, Машбанк, Агроопторгбанк, Русско-турецкий банк (РТ-банк), ЛИГ инвестиционный банк, Межкомбанк.

Семьдесят столичных банков имели собственный капитал меньше уставного. У 41 банка был отрицательный капитал хотя бы в один из пяти последних месяцев 1999 г. Например, у Внешэкономбанка – минус 75 млрд руб., “СБС-Агро” – минус 29,7 млрд руб. На 1 января 2000 г. истратили все свои средства и залезли в долги (имели отрицательный капитал) такие “крупняки”, как “Российский кредит” (-7,88 млрд руб.), Онэксимбанк (-3,3 млрд руб.), Межкомбанк (- 2,45 млрд руб.), КОПФ (-2,1 млрд руб.), “Совфинтрейд” (-1,479 млрд руб.), МАПО-банк (-1,19 млрд руб.), “Сберинвест” (-0,247 млрд руб.), Мосэксимбанк (-0,239 млрд руб.), БРП (-0,091 млрд руб.), Электробанк (-0,044 млрд руб.).

В конце 1999 г. в списках на отзыв лицензии значилось свыше 200 банков, еще примерно у 250 были явные признаки банкротства. Несмотря на снижение общего количества проблемных КБ с 34,6% до 23,5%, их доля в основных показателях банковской системы оставалась внушительной: в совокупных активах – 20,1% (против 45,5% в январе 1999 г.), во вкладах населения – 7% (против 13,9%), в привлеченных межбанковских кредитах – 48,4% (против 78%).

В 2000 г. власти так и не создали банкам возможности инвестировать. Как отмечалось выше, фондовый, межбанковский рынки не реанимировались, валютный – остается предельно зарегулированным. Кредиты и инвестиции реальному сектору рассматриваются как слишком рискованные и низкодоходные. Особенно в условиях начавшегося еще в четвертом квартале 1999 г. спада производства в пяти базовых отраслях – в промышленности, строительстве, на транспорте, в розничной торговле и сельском хозяйстве. Индексы выпуска продукции в них откатились к уровню января 1999 года.

Не находя применения, рублевая ликвидность непрерывно давит на валютный курс, что постоянно держит Центробанк в напряжении, заставляя прибегать к интервенциям. Их масштабы не разглашаются, но ясно, что они огромны. Косвенно об этом можно судить по динамике активного сальдо торгового баланса, выплат по внешним долгам и объему золотовалютных резервов. На протяжении последних полутора лет резервы оставались примерно на одном уровне (около \$11,5 млрд), что подтверждает: большая часть доходов от ВЭД расходуется на поддержание относительной стабильности рубля.

СИЛЫ НЕГЛИННОЙ НА ИСХОДЕ

Силы Неглинной были, похоже, на исходе, о чем свидетельствовала инициатива ЦБ РФ об обязательной 100-процентной продаже экспортной выручки на внутреннем рынке. Добиться этого будет нелегко. Даже

75% реализуют не все. Например, нефтяные компании, которые по специальному указу президента Б.Ельцина продают только 50%, остальные 25% уходят иннокредиторам за ранее полученные кредиты.

Центробанку практически нечем стерилизовать лишние деньги. Разрушен рынок рублевых госбумаг, в которые до августа 1998 г. банки размещали 7,5% активов (без Сбербанка) и получали 15% доходов. Бескупонные облигации Банка России оказались непривлекательными для инвесторов из-за дороговизны. На депозитной грядке Неглинной кормятся прежде всего Сбербанк и Внешэкономбанк, другие крупные кредитные организации, прописанные в Московском регионе. Провинциальная мелочь прямого доступа не имеет – лишь косвенный, через создание пулов вокруг тяжеловесов, поставляя им ресурсы.

Единственным способом связать избыточную монетарную массу стало увеличение отчислений в фонд обязательных резервов. К этой мере ЦБ РФ за год прибегал уже трижды – в марте и июне 1999 г., в январе 2000 г., что, по сути, является принудительным налогом на рублевые и валютные средства банков. Общая сумма неработающих резервов в ЦБ РФ достигла 11% (против одного процента в США), подрывая кредитно- и платежеспособность КБ.

Существует, на мой взгляд, еще одно объяснение, почему ЦБ РФ больше занимается монетарной политикой, чем кредитными организациями. К концу 1998 г. денежное обращение в России оказалось полностью разрушенным. Как отмечалось выше, в стране действует одновременно пять платежных систем: рублевая, долларовая, бартерная, дебиторская, суррогатная. Первые две (основные) были практически парализованы после августовского кризиса. Расчеты перестали проходить. Новому руководству Центробанка пришлось их восстанавливать с помощью эмиссии, дав КБ необходимую ликвидность, расшив неплатежи и реанимировав работу кредитных организаций.

Следующим шагом Неглинной стало валютное регулирование. Поскольку российская экономика сильно долларизирована (стоимость обращающихся в России “баксов” пятикратно превзошла рублевую массу, составившую на 1.01.2000 г. около 705 млрд руб.), валютный курс превратился в самый главный фактор, определяющий динамику инфляции. Ее эластичность к долларovým котировкам исключительно высока. Другим таким фактором является внешний долг, который после девальвации в полтора раза превысил годовой ВВП. Для покупки необходимой СКВ на внутреннем рынке денежным властям требуется заниженный курс доллара. На возможность погашать внешнюю задолженность (и избежать суверенного дефолта) также влияет утечка капиталов, достигшая в 1998 г. примерно \$40 млрд.

В обмен на продолжение кредитования Кремля МВФ и Всемирный банк настаивают на предотвращении бегства капиталов, но при этом категорически против жесткого таможенного и валютного регулирования. И все же оно было введено, для чего понадобилось все дипломатическое искусство Е. Примакова и В. Геращенко. Приходилось жертвовать одним, чтобы сохранить другое, преодолевая сопротивление Фонда, ВБ, российских энергосырьевиков, действовавших через тогдашнего хозяина Кремля.

Слаженная политика Белого дома и Неглинной позволила добиться многого. Осуществлены переход от фиксированного к плавающему курсу рубля и (с 1 января 1999 г.) к обязательной продаже 75% экспортной валютной выручки. Усилен контроль за ее возвратом в Россию. Для пресечения утечки капитала изменен регламент покупки СКВ по импорту, ведения счетов типа "С" нерезидентов, сделок иностранцев с российскими ценными бумагами и конверсионных операций. Банкам запретили покупать валюту на спецсессии ММВБ для исполнения обязательств по вкладам граждан.

СБЕЖАВШИЕ 20 МИЛЛИАРДОВ

К середине 1999 г. ситуацию удалось стабилизировать. Ослаб дисбаланс между спросом и предложением СКВ, что позволило перейти к единой торговой сессии (ЕТС) на ММВБ. Были объединены региональные валютные рынки и установлен лимит ежедневного отклонения курса на торгах ЕТС – 15% при обязательном депонировании СКВ на биржевых счетах. Чтобы отбить спекулятивные атаки банков, трижды увеличивались отчисления в ФОР. Открытую валютную позицию разделили на балансовую (кассовую), внебалансовую (срочную) и итоговую, причем по каждой определены соответствующие нормативы.

По инициативе ЦБ РФ Госдума приняла поправку в закон о банках, которая позволила Неглинной регулировать корреспондентские отношения между КБ и оффшорами. Все это вместе позволило сократить утечку капитала с \$40 млрд до \$20 млрд в 1999 г., обслуживать внешний долг, стабилизировать курс рубля. Тем не менее он оставался завышенным в 1,5-2 раза, если сравнивать рублевую массу и валютные резервы Неглинной. У ЦБ РФ появилась свобода маневра, возможность быстро реагировать на перепады конъюнктуры, на изменения текущего баланса.

В итоге весь 1999 г. Центробанку удавалось эффективно перекрывать наплыв "горячих" рублей на валютный рынок и удерживать обменный курс. Этому способствовали договоренности об отсрочке погашения долгов Международному валютному фонду, Парижскому и Лондон-

скому клубам, а главное – беспрецедентное повышение цен на российскую нефть: за год в три раза – с 8-10 долл./барр. до 30 долларов.

Это обеспечило достаточный приток СКВ, чтобы компенсировать нехватку иностранных кредитов и инвестиций, закупку жизненно важного импорта, сохранить золотовалютные резервы, по минимуму обслуживать внешние обязательства, проводить намеченную монетарную политику. По оценкам ЦБ РФ, так будет и в 2000 г. На Неглинной не верят, что в ближайшие месяцы мировые цены на нефть понизятся. Единственную опасность и препятствие реальному укреплению рубля ЦБ РФ видит в возможном наращивании импорта, чтобы стимулировать потребительский спрос, в позиции международных кредиторов после президентских выборов, в устойчивых ожиданиях падения курса российского дензнака.

В 2000 г. Центробанк намерен сконцентрироваться на прежней политике. Для денежного регулирования будут активно применяться все доступные инструменты. При скоплении на коррсчетах избыточной ликвидности ЦБ РФ будет повышать обязательные резервы. Для совершенствования этого механизма Неглинная унифицировала сроки расчета и пересчета резервов по возврату перечисленных излишков. Планируется уточнить перечень резервируемых счетов и порядок пересчета привлеченной СКВ в рубли с учетом нерабочих дней, взыскания недовзносмов и штрафов за них, а также регламент резервирования при реструктуризации банков или перехода их под управление АРКО.

В операциях на открытом рынке ЦБ РФ надеется раскрутить торговлю своими бескупонными облигациями (“бобрами”), помочь размещению долговых обязательств Минфина. Это должно оживить операции междилерского репо, позволит Неглинной еще оперативнее управлять краткосрочной ликвидностью КБ. Основное внимание будет уделяться купле-продаже СКВ, чтобы сглаживать колебания курса, наращивать золотовалютные резервы, стерилизовать излишки рублевой массы.

НЕГЛИННАЯ МОЖЕТ МНОГОЕ, НО НЕ ВСЕ

Рефинансирование банков Неглинная хочет расширить не только по перечню операций, но и географически. К внутридневным кредитам и овернайттам собираются добавить ломбардные кредитные аукционы по голландской системе, которые, к сожалению, не вызвали интереса в 1999 г. Помимо Московского региона и Петербурга распространить кредитование на другие субъекты Федерации по мере их технической готовности. Принимать в залог под ссуды Центробанка векселя платежеспособных предприятий, права требования по кредитным договорам, залладные, если ипотека получит развитие.

Неглинная решила расширить круг банков в своих депозитных операциях, позволяющих мгновенно снимать рублевые навесы над валютным рынком. Для управления краткосрочной ликвидностью средства привлекаются на депозиты спот – 1 неделя, спот – 2 недели, а для среднесрочной – на 1 месяц и 3 месяца. В планах – депозит “до востребования” с предварительным уведомлением об изъятии средств за два рабочих дня. ЦБ РФ обещает снизить лимиты привлечения средств на депозиты, чтобы ими могли пользоваться и провинциальные банки с помощью операционно-расчетной системы “Рейтерс-дилинг”.

Руководители Центробанка признают, что такой инструмент, как процентная политика ЦБ РФ, оказывает лишь опосредованное влияние на стоимость кредитов, которые КБ предлагают свои клиентам. **Чтобы стимулировать спрос на ссуды со стороны товаропроизводителей, обеспечить экономический рост, Неглинная будет стремиться к поддержанию низких реальных ставок через процентное регулирование и денежное предложение.**

Все это очень важные меры, и, возможно, они помогут нормализовать обращение рублей и долларов в России. Но что делать с тремя другими денежными системами – бартером, дебиторской задолженностью, суррогатами, с помощью которых обслуживается основная часть расчетов в стране? На них монетарная политика Центробанка никак не воздействует.

РАСХОЖДЕНИЯ В БАЗОВЫХ ПОНЯТИЯХ

Описанная проблема – лишь часть трудностей, с которыми приходится сталкиваться кредитным организациям и их клиентам в 2000 г. Например, когда иностранные инвесторы жалуются на финансовую непрозрачность российских компаний, предприятий и банков, то имеют в виду совершенно конкретные вещи. В России элементы, составляющие бухгалтерский учет и отчетность, в целом не отличаются от западных. Но сохраняются большие отличия в ключевых понятиях, подходах в методах регистрации, методах исчисления, схемах финансовой отчетности. Все это препятствует зарубежным капвложениям в нашу экономику.

Сложившаяся в РФ учетная практика не защищает интересов инвестора и кредитора. На Западе учетные принципы строятся так, чтобы возможность, например, переоценки сумм активов или дохода была минимальной. Когда в зависимости от способа учета получаются различные оценки, то избирается самый консервативный вариант. Иллюстрацией может служить оценка запасов по наименьшим из величин – себестоимости или рыночной цены, а также правило: накопленные чистые

убытки списываются именно на товары и услуги, к которым они относятся. В России исторически методы оценки запасов и определения убытков иные. Запасы не переоцениваются в зависимости от изменения рыночных цен, поэтому убытки выявляются только при ухудшении результатов производственной деятельности в целом.

Большие расхождения сохраняются в базах оценки активов. На Западе, скажем, под кассой понимают денежные средства и их эквиваленты, то есть все активы, которые могут быть легко превращены в наличные деньги, в том числе наличность и счета в банках, где нет никаких ограничений в снятии средств. В России под кассой подразумеваются только наличные ресурсы. Специфика России в том, что у нас очень велики затраты на обналичивание средств клиентов на банковских счетах. Наличные и безналичные деньги рассматриваются как разные статьи.

Легко реализуемые ценные бумаги за рубежом оцениваются по наименьшей величине приобретения или рыночному курсу (текущей стоимости). В России – только по стоимости покупки.

Счета и векселя дебиторов. Если это краткосрочная дебиторская задолженность, то они оцениваются за границей по текущему денежному эквиваленту. Если долгосрочные векселя к получению, то – по приведенной (по временному фактору) стоимости будущих кассовых поступлений, то есть по фактической рыночной ставке на дату выпуска. В России все дебиторские задолженности оцениваются только по номиналу.

Вложения в акционерный капитал учитываются иностранными инвесторами по наименьшей из оценок – стоимости приобретения или рыночным котировкам – если доля этих акций в капитале других компаний незначительна. В прочих случаях применяется метод долевого участия. Инвестиции в облигации оцениваются по приведенной стоимости будущих кассовых поступлений. В РФ последний фактор не учитывается. Ценные бумаги фиксируются в балансе, как правило, по стоимости покупки.

Патенты, “гудвилл” (имя и репутация компании, ее товарный знак), другие неосязаемые активы оцениваются на Западе по стоимости, которая включает все затраты по покупке, а также расходы, помогающие сделать нематериальные активы к практическому использованию. Сюда относятся цена приобретения, гонорары, вознаграждения и прочие траты. Из стоимости вычитаются все предшествующие амортизационные отчисления. В России запатентованная технология оценивается как сумма покупки и расходов на внедрение или доработку. “Гудвилл” и иные неосязаемые активы – по цене приобретения. Вопрос с амортизацией пока не урегулирован.

СЕБЕСТОИМОСТЬ ПО-ЗАПАДНОМУ И ПО-РУССКИ

Различаются методы расчета себестоимости. На Западе это – стоимость реализованной продукции: общая сумма затрат на сырье, зарплату, цеховые накладные и другие расходы, непосредственно относящиеся к производству данного товара или услуги. Себестоимость калькулируется не только по видам деятельности, продукции, по рынкам сбыта, по регионам, по покупателям, но и по разным целям. В России она одна на все случаи жизни и включает затраты, связанные с деятельностью компании.

Чтобы очистить российскую себестоимость, иноинвестор вычитает из нее периодические расходы – на реализацию, общеадминистративные траты, затраты на базовые исследования. Зарубежному менеджеру крайне неудобно, что себестоимость в российском бухучете не накапливается по центрам возникновения издержек, не зависит от времени и места их начисления. Поэтому он не может эффективно использовать нашу учетную информацию для управленческих решений.

Поставляя товар или услугу, российская компания направляет платежные документы в банк на инкассацию. Затем списывает касающиеся данной операции производственные и торговые издержки на дебет счета “Товары отгруженные, выполненные работы и услуги” и кредитует соответствующие счета затрат. Получив подтверждение банка об оплате этот счет кредитруется на ту же сумму, на которую был дебетован. Вся дебетовая сторона счета показывает дебиторскую задолженность до тех пор, пока банк не получит платежи по накладным. Поступление счета из банка, даже если покупатель сообщил, что уже сделал денежный перевод за товары или услуги, является решающим для определения дохода и сокращения дебиторской задолженности на соответствующую сумму.

Из самой записи операции по реализации продукции или услуги, оценки дебиторской задолженности следует, что она вносится в баланс как торговые издержки без доли прибыли. На Западе же на счетах дебиторов отражаются и торговые издержки, и доля прибыли, что возможно при одновременном выявлении доходов и затрат.

Если в российский банк поступают все платежи по накладным, те же самые издержки по производству и продаже изделий (услуг), на которые кредитовался счет “Товары отгруженные, выполненные работы и услуги”, записываются на дебет счета “Реализация”. Счет “Реализация” кредитруется на сумму, поступившую в банк от потребителя. Дебетовая сторона данного счета показывает себестоимость проданной продукции, а кредитовая – доход от продажи в текущем периоде. Баланс счета станет частью прибыли.

Когда наш банк не получает полностью сумму по накладным за проданные компанией товары или услуги, то дебет счета “Реализация” показывает производственные и непроизводственные затраты на продукцию, оплата за которую уже получена, а кредитовая сторона отражает все реально поступившие платежи. В итоге при исчислении убытков или прибыли не учитывается фактор времени. На Западе именно этот фактор является главным для определения прибыли или убытка за отчетный период.

По мнению западных инвесторов, применяемое в России определение доходов лишь на дату получения платежей полностью противоречит нормальным учетным принципам. За границей компания фиксирует доход только после юридически полного завершения операции, когда товары (услуги) реально поставлены. С точки зрения зарубежных вкладчиков капитала и бизнесменов, существующий в России временной лаг между действительной продажей товара или услуги и установлением дохода неприемлемо, поскольку приводит к различию между объявленной и фактической прибылью.

В других странах расходы определяются не тогда когда изделия произведены, услуги оказаны, а когда эти изделия и услуги реально внесли свою долю в доход или убыток. Это называется “принципом соответствия”. В России соответствия между доходами и расходами отчетного периода нет, что сильно искажает реальную финансовую ситуацию компании.

ОПЕРАЦИИ ОБЩИЕ, УЧЕТ РАЗНЫЙ

Такие же расхождения в учете других операций. Скажем, арендные платежи в целом соответствуют западной практике, но учет различается. В России обычно все арендные платежи относятся непосредственно на дебет счета “Прибыли и убытки”. Иными словами, платежи за арендованные основные фонды не рассматриваются как часть производственных затрат. Отсюда указанная в балансе оценка материально-производственных издержек может занижаться. На Западе платежи за аренду и амортизацию оборудования, взятого в лизинг с последующим приобретением, включаются в накладные расходы. Поэтому подобные платежи рассматриваются как часть производственных издержек, а арендуемые основные средства оцениваются по действительной стоимости.

В России затраты на подготовку производства относятся к разработке новых видов продукции либо улучшению выпускаемых изделий, и могут быть отнесены вперед на два-четыре года, а то и больший срок (например, в добывающих отраслях). На Западе это считается расходами

на исследования и разработки, причем именно того периода, когда они произведены. Иногда их трактуют как текущие активы и ежегодно списывают по утвержденной форме.

Выплата процентов за кредит осуществляется в России из прибыли. За границей – как фиксированные платежи отчетного периода. Это фундаментальное различие в учетных подходах к процентным платежам создает немалые сложности для иностранных инвесторов, когда они делают сравнительный анализ финансовой отчетности. За рубежом погашение процентов за кредит включается в постоянные издержки. В России только затраты, относящиеся к материальному производству, включаются в себестоимость товара, что искажает оценку эффективности работы предприятия.

Международная и российская системы учета неодинаково трактуют понятие прибыли. За границей чаще оперируют термином чистая прибыль, то есть превышение доходов над всеми затратами за определенный период. Чистая прибыль может расходоваться на выплату дивидендов или реинвестироваться в корпорацию. В РФ предпочитают пользоваться такой категорией, как балансовая прибыль – превышение доходов и поступлений над расходами до использования прибыли. Поэтому иностранный инвестор вынужден отшелушивать от нее сумму налогов, сумму периодических расходов, производимых из прибыли, сумму расходов на выплату процентов, чтобы получить искомую чистую прибыль.

Мешает западным предпринимателям в России и то, что наши предприятия и банки не создают резервов и провизий на сомнительную дебиторскую задолженность (безнадежные долги) текущего периода, что важно для исчисления прибыли. Как отмечалось выше, “дебиторка” вносится в баланс по номиналу. Если по истечении года платежи не получены, дебиторская задолженность сокращается на ее неоплаченную сумму. Когда задолженность дебиторов уменьшается на объем безнадежных долгов, данные суммы фиксируются на счете “Прибыли и убытки”. В зарубежной практике действует принцип соответствия. В каждом учетном периоде в резерв на покрытие безнадежных долгов вносится конкретная сумма со счета “Прибыли и убытки”, а отраженная в балансе оценка дебиторской задолженности равна ее номинальной стоимости за вычетом резерва на возмещение подобных долгов.

Не похожи правила учета основных фондов, амортизации и износа. За границей методика проще и дает большую свободу менеджерам компании. Покупка машин и оборудования увеличивает счет основных средств, при этом увеличивает или уменьшает кассовый или расчетный счет, либо увеличивает обязательства. Накопленную амортизацию показывают как уменьшение стоимости или оценки основных средств, а на-

копленная амортизация конкретной единицы производственных фондов вносится в баланс именно над этой единицей. По западным понятиям, российский счет “Амортизационный фонд” выглядит излишним.

ЗАПАСЫ В РОССИИ НЕ СТАРЕЮТ И НЕ ОБЕСЦЕНИВАЮТСЯ

У нас в запасы включается сырье и вспомогательные материалы, незавершенное производство, готовая продукция и малоценные активы. В западных компаниях малоценные активы не фиксируются как запасы. В российской учетной практике запасы инвентаризируются обычно в течение месяца в конце года самим предприятием и проверяются ревизором. Все превышения балансовой стоимости над наличными запасами определяются как убытки. Поскольку заведующие складами материально отвечают за то, что там находится, они же и возмещают потери в последующие годы, что отражается как дебиторская задолженность служащих. В зарубежных фирмах завскладами не отвечают за убытки, возникшие из-за отклонения реальных запасов от их балансовой стоимости. За них несет ответственность сама компания.

Падение рыночных цен запасов в России в расчет не принимается. Не делаются скидки на неликвидные и устаревшие запасы. На Западе это происходит обязательно при совершении сделок.

Использование прибыли различается в российской и международной финансовой отчетности. В РФ прибыль распределяется на фонды – экономического стимулирования, развития производства, социального развития, материального поощрения. За рубежом подобные схемы не применяются. Специальные фонды развития производства не создаются. Для инвестиций используется облагаемая налогом прибыль. Решение об объеме капвложений и порядке их направления в производство принимают владельцы и менеджеры обычно раз в год по его финансовым результатам. В западной учетной системе все расходы, связанные с выплатами служащим, включаются в себестоимость реализованных изделий и услуг. По мнению иноинвесторов, практикуемые в России фонды поощрения занижают себестоимость товаров и завышают облагаемую налогом прибыль.

Введенное в 1992 году Положение о бухучете и отчетности в Российской Федерации, а позднее – 1-й Национальный стандарт по бухучету приблизили российскую учетную политику к международным стандартам. В системе нормативных актов, регулирующих учет, появился четвертый уровень: организационно-распорядительные документы (приказы, распоряжения) самих предприятий, консультационных фирм, которые занимаются нормотворчеством в рамках той свободы, которую им предоставляют первые три этажа системы регулирования бухучета. На первом уровне это Федеральное собрание, правительство, президент

(федеральные законы, постановления, указы); на втором – Минфин, Центробанк (положения и стандарты по бухучету); на третьем – Минфин, федеральные органы исполнительной власти, консультационные фирмы (нормативные акты, иные, чем положения, методические указания).

Проблема, однако, в том, как российские предприятия и компании пользуются предоставленной свободой. Приспосабливаясь к специфическим российским условиям, товаропроизводители и банки обычно составляют несколько вариантов финансовой отчетности: конфиденциальную для своего руководства, официальную для Министерства финансов, для Министерства по налогам и сборам, для иных организаций и пользователей такой информации.

Решая для себя, вкладывать ли капитал в России, зарубежный инвестор принимает во внимание не только общий хозяйственный, налоговый и правовой климат в стране, но и какие конкретно предприятия, компании, банки перешли на международные принципы и стандарты бухучета и отчетности. Их гармонизация ведется одновременно по нескольким направлениям. Первое осуществляется с середины 60-х годов в рамках Европейского союза.

**Основные директивы по гармонизации учета и отчетности,
разработанные в ЕС**

№ директивы	Год опубликования проекта	Год ввода в действие	Содержание
1	1964	1968	Основные требования к публикации годовых отчетов компаний с ограниченной ответственностью
2	1970,1972	1976	Особенности учета и отчетности в государственных и частных компаниях
3	1970,1973, 1975	1976	Особенности учета при слияниях компаний
4	1971,1974	1978	Основные требования к способам оценки, порядку составления и составу публикуемой отчетности
5	1972,1983	-	Структура, управление и аудирование компаний
6	1972,1975	1980	Состав аналитической информации для АООТ
7	1976,1979	1983	Особенности учета и отчетности в корпорациях; консолидированная отчетность
8	1978,1979	-	Требования к квалификации и содержанию работы аудитора
9	1978	1979	Минимальные требования к компаниям для регистрации на фондовых биржах
10	1981	1982	Внутренняя полугодовая отчетность

“ОБЩЕПРИНЯТЫЕ ПРИНЦИПЫ УЧЕТА” (GAAP)

Самостоятельным направлением гармонизации составления отчетности выступают “Общепринятые принципы учета” (GAAP), широко используемые в англоязычных странах. Вот некоторые его основные положения.

Принцип соотношения доходов и затрат. Как можно более точное соотношение затрат на производство товара или услуги с доходами, полученными от этого продукта. Затраты, которые не могут быть соотношены с конкретным товаром и не являются источником будущих доходов, должны списываться в тот период, в котором они производятся.

Принцип возмещения затрат. Такие статьи, как запасы, предоплата поставщикам и основные средства, учитываются как активы, так как ожидается, что они будут приносить доходы в будущем.

Принцип стабильности денежной единицы. Для облегчения бухгалтерского учета поправка на инфляцию в документах финансовой отчетности не производится. Поправку на инфляцию должен вводить пользователь при анализе информации.

Принцип объективности. Предпочтительными являются критерии оценки, поддающиеся проверке с помощью независимых источников. Это гарантирует акционеров от выбора руководством компании показателей, значение которых может быть ими сфабриковано.

Принцип продолжительности. Финансовая отчетность составляется на основе предположения, что предприятие будет продолжать свою деятельность бесконечно. Предполагается, что активы будут использоваться для получения будущих доходов, а не будут продаваться, и что расчет по обязательствам будет проводиться в срок.

Принцип достаточности. Статья не считается значимой, если данные по ней настолько малы, что их опущение или неправильная оценка не введет в заблуждение пользователя финансового отчета.

Принцип консервативных допущений. Выбираются методы оценки, дающие наиболее консервативные результаты. Должны быть предусмотрены все возможные потери и только те поступления, в получении которых есть полная уверенность.

Принцип окупаемости системы. Система учета должна быть разработана таким образом, чтобы выигрыш от ее использования превышал связанные с ней затраты. При изменении системы потенциальные выгоды должны превышать дополнительные затраты.

ТРИДЦАТЬ ТРИ СТАНДАРТА IASC

Третье направление гармонизации финансовой отчетности представлено работами Комитета по международным учетным стандартам (IASC), который был основан в 1973 году крупнейшими профессиональными бухгалтерскими организациями Австралии, Великобритании, Германии, Голландии, Ирландии, Канады, Мексики, США, Франции, Японии. Сегодня он объединяет свыше 120 ассоциаций бухгалтеров из около 90 государств. К 1999 году IASC ввел в действие 33 международных учетных стандартов, на которые ориентируются все иностранные инвесторы, в том числе в России.

Перечень международных учетных стандартов IASC

№ стандарта	Наименование стандарта	Год ввода в действие
IAS 1	Описание учетной политики	1975
IAS 2	Оценка и методы отражения производственных запасов и отчетности	1976
IAS 3	Консолидированная финансовая отчетность. Заменен стандартами №№ 27, 28	-
IAS 4	Учет износа	1977
IAS 5	Информация, рекомендуемая к отражению в финансовой отчетности	1977
IAS 6	Исключен из пользования	-
IAS 7	Отчет об изменениях в финансовом состоянии	1979
IAS 8	Непредвиденные расходы, расходы предыдущих периодов и изменение учетной политики	1979
IAS 9	Учет НИОКР	1980
IAS 10	Учет непредвиденных доходов и расходов, имевших место после утверждения баланса	1980
IAS II	Учет капитального строительства	1980
IAS 12	Учет налогов на прибыль	1981
IAS 13	Состав текущих активов и обязательств и их отражение в отчетности	1981
IAS 14	Финансовая отчетность подразделений коммерческой организации	1983
IAS 15	Учет влияния изменения цен	1983
IAS 16	Учет собственности, зданий, оборудования	1983
IAS 17	Учет лизинговых операций	1984
IAS 18	Методы определения момента и размера выручки	1984

№ стандарта	Наименование стандарта	Год ввода в действие
IAS 19	Учет пособий по старости	1985
IAS 20	Учет правительственных грантов	1984
IAS 21	Учет влияния изменения валютных курсов	1985
IAS 22	Учет различных форм объединения бизнеса	1985
IAS 23	Учет процентов по займам	1986
IAS 24	Учет в компаниях, связанных отношениями контроля финансовой деятельности	1986
IAS 25	Учет инвестиций	1987
IAS 26	Учет и отчетность по планам выплаты пособий по старости	1988
IAS 27	Консолидированная отчетность и учет инвестиций в дочерние компании	1990
IAS 28	Учет инвестиций в ассоциированных компаниях, не являющихся дочерними	1990
IAS 29	Отчетность в гиперинфляционной среде	1990
IAS 30	Отчетность в банках и других финансовых институтах	1991
IAS 31	Отражение в отчетности участия в совместных предприятиях	1991
IAS 32	Финансовые инструменты: раскрытие и представление	1996
IAS 33	Доход на акцию	1998

В ближайшее время должны появиться стандарты “Представление финансовой отчетности”, “Нематериальные активы” и ряд других, проекты которых опубликованы и обсуждаются профессиональными бухгалтерскими организациями. Учетные директивы носят не обязательный, а рекомендательный характер. Но именно ими желательно пользоваться российским предприятиям, компаниям и банкам, если они хотят привлечь зарубежные инвестиции.

Особо нужно выделить стандарт IAS 30, касающийся кредитных институтов, поскольку в России они выступают главными посредниками и операторами в отношениях с иностранными вкладчиками капитала. Поэтому исключительно важно говорить с ними на одном финансовом языке, ясно понимать, что они хотят видеть в учете и отчетности наших банков.

РОССИЙСКИЕ БАНКИ АДАПТИРОВАЛИСЬ ЛУЧШЕ

Наиболее полно международные стандарты были отражены в новом Плане счетов бухгалтерского учета, на который российские кредитные организации перешли с 1 января 1998 года. Изменения коснулись общей структуры, которая теперь основана на выделении в разделы однотипных по своему экономическому содержанию операций. Скажем, межбанковских, клиентских, с ценными бумагами и других. Отменены активно-пассивные счета, проведено жесткое разделение их на активные и пассивные. По пассивным счетам клиентов допускается возникновение активного сальдо (при наличии заключаемых договоров), но в завершение рабочего дня его нужно отразить как предоставленный кредит и перенести на ссудный счет. При образовании кредитового сальдо в результате совершения банком в течение дня операций, отражаемых по активному счету, оно тоже должно быть в конце дня перенесено на парный пассивный счет.

Новшеством стала большая глава по забалансовым счетам, которые также разделены на активные и пассивные. В отдельном разделе отражаются доверительные операции. Нет теперь специального раздела для учета валютных операций. В основу положено содержание операций, а не вид валюты.

Переход на новый План счетов происходит очень трудно (его внедрение и освоение затянулось на два года) не только потому, что за короткий срок пришлось перестраивать огромный учетный механизм, который десятилетиями формировался в российских кредитных организациях. Банки, какими бы продвинутыми в финансовом отношении они ни были, не могут далеко отрываться от реальной экономики, производства, инвестиционной и страховой сферы, где сохраняются свои особенности работы и отчетности. Здесь попытки реформирования продолжают уже свыше десяти лет и сталкиваются с еще большими сложностями.

Департамент методологий бухгалтерского учета и отчетности Министерства финансов разработал уже несколько документов по нормативному регулированию бухучета в России, но они следуют западной практике слишком формально. Во многих зарубежных странах учетные стандарты служат лишь дополнением к закону и не носят обязательного характера. То есть хозяева компании или менеджеры не будут отданы под суд за неисполнение данных норм. В России противоположная картина: ведомственные инструкции, в частности, Минфина и налоговой службы перевешивают закон (для бухгалтеров), даже если противоречат ему и друг другу.

Более взвешенно, на мой взгляд, следует подходить и к внедрению в России зарубежных учетных правил. Революции и штурмовщина будут контрпродуктивными. Тот же GAAP, например, не является всеобъемлющей международной системой стандартов. В действительности он отражает коммерческую практику в США, где долгое время вообще отсутствовало какое-либо централизованное регулирование бухгалтерской методологии и практики. Это, кстати, послужило одной из причин финансового кризиса 1929 года. В каждом государстве существует свой GAAP, и нет ни одной страны, которая полностью следовала бы его принципам, хотя опыт американцев, безусловно, заслуживает изучения. Используемая ими нормативная база ведения учета стабильна, жестко структурирована, проста и легко адаптируется к национальным условиям любого пользователя, когда он того хочет.

ГАРМОНИЗАЦИЮ ПРОТАЛКИВАЕТ БИЗНЕС

Гармонизация различных систем бухучета и отчетности в Европейском союзе строится по очень простой логике: в каждой стране может действовать своя модель организации учета и система стандартов, ее регулирующих. Важно, чтобы они не противоречили аналогичным стандартам в других государствах ЕС. С введением в январе 1999 года в обращение единой европейской валюты (евро) интеграционные процессы в ЕС значительно усилились, соответственно, возросла и востребованность IAS, которые начали еще активней внедряться в практику.

Россия фактически не участвует в этом процессе, не входит в IAS, другие международные организации. Пока продвижение в этом направлении не подталкивается нуждами российского бизнеса, его инкорпорированностью в мирохозяйственные связи. Доля РФ в международном экспорте и импорте составляет менее одного процента, в прямых инвестициях – около двух процентов.

На пути к гармонизации немало и других препятствий. На Западе национальные и международные стандарты учета вырабатывали сами участники рынка в лице профессиональных бухгалтерских организаций. В России эту работу монополизировали ведомства. И пока между ними и “низами” не будет равноправия и сотрудничества, никакие общепринятые нормы российские компании соблюдать не станут.

Нередко новые идеи, принципы, правила чужды для абсолютного большинства наших бухгалтеров, которым по привычке гораздо комфортнее роль простых регистраторов хозяйственной деятельности своих предприятий и фирм, чем миссия созидателей, от усилий которых зависит успех компании или банка. Самая тяжелая проблема – проблема вы-

бора. Действующие в России нормативные документы уже предоставляют финансовым работникам полную свободу в использовании тех или иных учетных процедур. Но это полностью противоречит обычаям жесткого следования инструкциям и наказуемой инициативы, которое силой культивировалось в нашей стране целые столетия.

Наконец, о самом процессе разработки и внедрения нормативов, принятых за рубежом. Он бесконечен. Вместо предпринимаемых Минфином попыток самостоятельно создать многоуровневую систему регулирования может быть стоит пойти по другому пути. За десятилетия в России накопился огромный законодательный материал, который позволяет проводить любые операции в условиях смешанной и чисто рыночной экономики. Не пора ли сделать паузу в нормотворчестве, чтобы обобщить, систематизировать уже накопленное в сфере учета и отчетности, их соответствия международным стандартам, снять противоречия, облегчить внедрение в практику. На это потребуется несколько лет, но позволит гораздо быстрее получить ожидаемые результаты.

ПОД ОБЛОМКАМИ "ПИРАМИД"

За годы реформ фондовый рынок не стал привлекательным для российских граждан как частных инвесторов. Причины кроются в низком уровне доходов и сбережений большинства населения, в недоверии к рынку ценных бумаг и его институтам, в конкуренции за средства инвесторов со стороны банков и самого государства.

Главным итогом постсоветских реформ по-прежнему остается колоссальное обнищание подавляющей части россиян. В 2000 году разница в доходах 10% самых богатых и 10% беднейших граждан стала 40-кратной. Если в остальном мире среднемесячная зарплата малоимущих составляет \$416, то в России – менее \$6, а пенсия – \$20-30. Примерно треть людей получают доход ниже прожиточного уровня и потребляют на 30-50% меньше, чем в кризисные 80-е годы. Около 25% просто голодают.

На долю ничтожной прослойки (2%) приходится свыше 60% банковских вкладов, у 40% их нет вовсе. Ни одно из правительств не проводило политику стимулирования личных доходов населения. Исключение составили примерно 4-5% граждан, которые владеют либо контролируют 80% национального богатства. Именно они стали главными выгодополучателями от постсоветских реформ. Но этой публике не требуется массовый инвестор, которого нужно кормить как акционера, тем более не очень состоятельного. Для захвата, дележа и перераспределения собственности лучше подходят закрытая подписка, договорная переуступка контрольных и блокирующих пакетов. Четыре пятых эмиссий акций в России вообще не поступает в открытую торговлю.

Эти цифры показывают реальное значение и потенциал россиян как частных инвесторов на фондовом рынке. На самом деле их возможности еще скромнее, если проследить эволюцию личных сбережений в ходе реформ. В начале 80-х годов вклады в Сбербанке превышали сумму персональных доходов за пять месяцев. К концу 1992 года объем вкладов в СБ стал меньше половины номинальных доходов за один месяц. В феврале 1993 года лишь 6% граждан расценивали тогдашнюю гиперинфляционную ситуацию благоприятной для личных накоплений.

Их основными формами стали покупка валюты, долларовые счета в коммерческих банках, предлагавших повышенные проценты по всем видам вкладов, по сравнению с Сбербанком. В 1994 году сбережения в СКВ впервые превысили по стоимости сумму рублевых вкладов в Сбербанке. Вторым по популярности объектом для размещения свободных денег стали финансовые пирамиды "МММ", "Русского дома Селенга", "Русской недвижимости", "Хопер-инвеста" и других. Они предлагали инструменты, сравнимые по доходности и ликвидности с долларовыми, а также гораздо более привлекательные, чем акции. О масштабах вложений в фондовые суррогаты говорит такой факт. Только в 1994 году из-за краха "пирамид" своих средств лишилась пятая часть российских граждан.

Корпоративные бумаги не вызвали интереса (как возможность сбережения, дохода) и в последующие годы жесткой монетарной политики (1995-1997 годы). Введение валютного коридора, замедление темпов инфляции уменьшили прибыльность вложений в СКВ, увеличили – рублевых. Многие кредитные организации, поднявшиеся на валютных спекуляциях, разорились. Это усилило бегство вкладчиков из коммерческих банков в Сбербанк (вызвав новые банкротства коммерческих банков), что, впрочем, коснулось не всех граждан. Доля сберегающих семей не превышала 20% от общего населения, 80% считали это невыгодным в условиях падения реальных доходов.

Из Сберегательного и выживших коммерческих банков деньги граждан, конечно, попадали на фондовый рынок, но не корпоративных, а государственных ценных бумаг. Кремль и Белый дом пытались закрыть расширяющуюся дыру в бюджете. Средств для рефинансирования госдолга отчаянно не хватало. Чтобы их источник не иссяк, власти делали доходность гособлигаций выше (до 300% годовых), а тиражи короче. Это позволило банкам больше зарабатывать и платить по вкладам, тем самым стимулируя приток средств населения. К лету 1998 года суммарный объем сбережений граждан превзошел их совокупный четырехмесячных доход.

Почти все эти деньги достались государству. Словно гигантский насос, гособлигации откачали накопления российских семей, размещенные

на банковских депозитах, значительную часть – в пенсионных фондах, страховых компаниях, паевых инвестиционных фондах (ПИФах), общих фондах банковского управления (ОФБУ), ресурсы с рынка акций, который скоро на 80-90% стал держаться на нерезидентах.

Впрочем, была группа граждан, получавших особые выгоды от операций с госдолгом: примерно тысяча высших государственных чиновников и финансистов, располагавших самой доверительной и точной информацией о сценарии торгов с гособлигациями. К беспронимной игре допускались только приближенные к власти люди.

Главные операторы элитного "собеса" носили клички вроде "Мистер кэш" ("Мистер наличные") за любовь к толстым конвертам с "баксами" от подчиненных, и т. п. Те, кто еженедельно снимал с ГКО-ОФЗ по \$40-50 тыс., размещая их по приближенным банкам, после кризиса 17 августа 1998 года очень полюбили публиковаться в прессе, давать интервью и советы о том, какой должна быть экономическая, кредитно-денежная, фондовая политика государства и с нетерпением ждут, когда их снова позовут во власть.

После августовского коллапса положение россиян ухудшилось. К декабрю 1998 года более чем четырехкратное обесценение рубля в результате девальвации и инфляции сократило сбережения с 450 млрд руб. до 100 млрд руб. Еще хуже получилось с валютными средствами на банковских депозитах (\$6 млрд). Формально их покупательная способность выросла из-за полегчавшего рубля. Фактически большую часть СКВ своих клиентов обанкротившиеся системообразующие банки отдали в погашение собственных обязательств перед нерезидентами по срочным сделкам, депозитам, кредитам и облигационным еврозаймам. С вкладчиками, которые перевели валютные вклады в Сбербанк, государство рассчиталось по грабительскому курсу – 9 руб./доллар.

РЕАЛЬНЫЕ ДОХОДЫ УПАЛИ НА ТРЕТЬ

За полтора года после кризиса денежные накопления в номинальном выражении выросли. В феврале 2000 года их общий объем достиг 458,2 млрд руб. (против 327,5 млрд в январе 1999 году). Банковские вклады составили в январе 316,7 млрд руб. (рост на 46%), из них рублевые – 209,4 млрд. Они размещались в основном в Сбербанке – 232,8 млрд руб. (73,5%). В структуре личных накоплений на вклады в банках приходилось 213,7 млрд руб., на остатки наличных денег – 153,7%. С учетом пятикратно полегчавшего рубля реальные доходы граждан сократились по сравнению с докризисными на 30%. Соответственно уменьшилась возможность делать сбережения. Лишь около 6% граждан получают доход,

который позволяет откладывать периодически по \$100 и более. С такого старта при нынешней политике массовый акционер появится на фондовом рынке лишь через десятилетия.

Даже на пике капитализации рынка ценных бумаг, когда его объем достиг \$175 млрд, они не играли заметной роли в инвестиционных предпочтениях российских граждан. Вот как эти предпочтения формировались в сентябре 1997 и декабре 1998 года. Самыми надежными считались вложения в недвижимость – соответственно 52 и 45%, в валюту – 39 и 39%, в золото и драгоценности – 31 и 27%, в Сберегательный банк – 22 и 9%, в наличные рубли – 6 и 14%, в коммерческие банки – 4 и 2%, в паевые инвестфонды – 1 и 1%, пенсионные фонды – 5 и 6%, в акции компаний – 5 и 3%.

В 2000 году картина изменилась в сторону большего сбережения в денежной форме и некоторого повышения доли ценных бумаг – до 19,8% (90,8 млрд руб.). В целом доверие населения к государственным и частным финансовым институтам не восстановилось. Желających обращаться к ним за консультациями со стороны всех возрастных групп сократилось наполовину.

Куда и при каких условиях российские граждане готовы вкладывать сбережения? Финансовый продукт должен предлагаться иностранным фондом или банком либо находиться под его контролем. Самое лучшее, если данный продукт – в долларах (евро) и индексируется в зависимости от обменного курса. Отдельные рублевые инструменты тоже приемлемы, но при гарантии возврата инвестиций. Российские гаранты не принимаются. Размещение средств за рубежом предпочтительнее, чем в России. Второе после сохранности денег пожелание – доходность должна быть как минимум 20-40% годовых. Приветствуется защита от произвола государства. Внос наличными считается лучше оплаты через банк. Доходы желательно получать через иностранную кредитную организацию. Более популярны номерные, а не именные счета.

Как показывает опыт, в том числе автора этих строк, первое пожелание выполнимо, остальные практически нет. Хеджировать риски или индексировать доход, привязав его к долларовому курсу, невозможно, поскольку в России отсутствует правовое обеспечение срочных сделок в СКВ. Гарантии возврата вложенных средств полностью зависят от репутации и стабильности гарантирующего института. Если он иностранный (так как отечественный не принимается), то ему придется предложить гарантии под обеспечение российскими активами, то есть подпадающими под российские риски. После того как само государство отказалось выполнять свои долговые обязательства, в стране не осталось надежных залогов.

НЕСОСТОЯВШИЕСЯ РАНТЬЕ

Попытки предлагать частным инвесторам валютные доходы (которые предпринимались некоторыми пенсионными фондами) закончились банкротством после девальвации рубля, поскольку их потребовалось зарабатывать в пять раз больше, чтобы отвечать по обязательствам в СКВ. На легальном рынке такие возможности исчезли. Технически можно разместить сбережения за границей. Но доходность от 20% и выше реальна лишь в криминальном бизнесе. Самые прибыльные инструменты – 30-летние гособлигации США имеют максимальную доходность 10% годовых.

Любопытно, что после множества разорений и нескольких кризисов большинство российских частных инвесторов все равно отдает предпочтение высокодоходным, а не низкорисковым вложениям. Желание платить наличными, а не через банковский счет не приветствуется иностранными финансовыми институтами, которые строго соблюдают законы своих государств, направленные против отмыwania грязных денег. По той же причине не приветствуются номерные счета.

Когда на первом этапе приватизации и акционирования требовалось обеспечить бескровный захват и передел госсобственности, массовому сознанию активно навязывались стереотипы, образ жизни рантье, которые будут процветать всю оставшуюся жизнь за счет дивидендов и стрижки купонов, не очень вдаваясь в детали о том, откуда для этого появятся деньги. Потом нужда в политической поддержке со стороны десятков тысяч акционеров отпала. Их и без того тощие пакеты начали разводнять дополнительными эмиссиями, в том числе под благовидным предлогом перехода на одну акцию. Законы о судопроизводстве были скроены таким образом, что защитить свои права мелкие акционеры просто не могут.

В 1998 году финансовая система, включая фондовую, обанкротилась, оставив на руках рядовых граждан тонны гербовой макулатуры. Самым популярным средством хранить сбережения стали валюта и банки, только не коммерческие, а стеклянные. Это наложило отпечаток на формирование и специфику инвестиционных институтов в России. Половина из них не является таковыми, а служит для уклонения от налогов, отмыwania и легализации теневых доходов (рынок ценных бумаг оказался просто идеальной прачечной), для захвата и поглощения компаний, предприятий, целых отраслей.

Подобная практика разрушающе действовала на формирование в России рынка капитала. Поскольку все схемы фискальных уловок через страховые компании, пенсионные и инвестиционные фонды рассчитаны

на короткие сроки, для длинных инвестиций средств почти не осталось. Пользуясь услугами квазифинансовых организаций, граждане превратились в их заложников, а при банкротстве – в главных потерпевших без каких-либо шансов вернуть сбережения.

Расплодилось великое множество недокапитализированных, непрозрачных структур коллективного инвестирования, которые полностью зависят от своих хозяев и только им приносят реальную пользу. Контролировать их трудно, так как они подчиняются разным инстанциям, имеют свой правовой режим, нормативные требования. Например, акционерные и паевые инвестиционные фонды, небанковские брокерские и дилерские компании, управляющие клиентскими портфелями, лицензируются и надзираются Федеральной комиссией по ценным бумагам. Банки, банковские брокерские организации, общие фонды банковского управления – Неглиной. Страховые компании – департаментом страхового надзора Минфина. Управляющие компании негосударственных пенсионных фондов – частично ФКЦБ и Инспекцией по НПФ при Министерстве труда и социальной защиты.

ИНВЕСТИЦИИ ИЗ МАГАЗИНА ИГРУШЕК

Появлению псевдоинвестиционных структур помогли максимально облегченная процедура регистрации, слабость правового регулирования и контроля, сумасшедшая доходность операций с валютой, гособлигациями, а теперь с векселями, превратившимися в еще более взрывчатый динамит для российской экономики, а также сложившаяся в России налоговая система.

Чтобы заплатить сотруднику чистыми \$1 тыс. при условии, что его доходы облагаются по высшей фискальной ставке (с годового дохода \$2400 по текущему курсу), работодатель должен заплатить вместо него подоходный налог по ставке 45%. Таким образом, зарплата до налогообложения обойдется руководству компании в \$1450. Кроме того, 38,5% из данной суммы следует выплатить в виде социальных отчислений (из них 28% в государственный Пенсионный фонд). Итого для выдачи безналоговых \$1000 фирме придется раскошелиться еще на \$1008,25 или всего на \$2008,25.

Созданный у нас инвестиционный и фискальный климат разлагающе влияет на иностранные институты в России. Об этом много говорилось в кулуарах проходившего 13 марта 2000 года в Москве консультативного совета при правительстве России по иноинвестициям в российскую экономику. Отдельные зарубежные предприниматели и финансисты стремятся сделать здесь "фаст бакс" ("быстрые доллары") и покинуть

страну. Рекламируются оффшорные схемы, страховые и пенсионные продукты сомнительного качества, ресурсы неизвестного происхождения. Скажем, мне во время работы в Международном московском банке представители одной лондонской фирмы предлагали \$2 млрд для проектов в российских регионах, которым я помогал разрабатывать программы экономического развития. Как потом выяснилось, компания занималась производством игрушек и была зарегистрирована иранцами по адресу крохотного магазина в Ист-Энде близ портовых доков.

На заре приватизации наибольшее число рядовых вкладчиков объединяли фонды, создававшиеся на основании указа № 1186 (октябрь 1992 года). Они учреждались в двух видах: как чековые фонды и как акционерные общества. Первые привлекли около трети всех ваучеров, в 1995 году насчитывали 22,8 млн чел. и имели активов на \$500 млн. В начале 1999 года крупнейшими по стоимости чистых активов и количеству участников были "Аско Капитал" – соответственно 46,2 млн руб. и 220 тыс. чел., "Гермес" – 103 млн руб. и 258 тыс. чел., "Народный" – 182 млн руб. и 600 тыс. чел., "РАИН-фонд" – 234 млн руб. и 235 чел., "Саха-инвест" – 130 млн руб. и 205 тыс. чел., «Инвестфонд Черкассы» – 35 млн руб. и 205 тыс. чел., "Рус-инвест" – 387 млн руб. и 2,2 млн чел., "Ямал" – 173 млн руб. и 14 тыс. чел. Несмотря на масштабы, эта форма коллективных инвестиций не стала эффективной.

По указу Б. Ельцина всем акционерным обществам надлежало до 1 января 1999 года реорганизоваться в лицензированные акционерные инвестиционные фонды или в ПИФы. У акционерных обществ, решивших стать паевыми фондами, возникли сложности при превращении из юридического лица в неюридическое, а также в связи с фискальной задолженностью, необходимостью прибегать к услугам управляющих компаний, специализированных депозитариев, независимых оценщиков для определения стоимости неликвидных активов регистраторов, аудиторов (что обходится в несколько десятков тысяч долларов). Непривычны были повышенные требования к ликвидности и диверсификации активов. Следовало провести огромное количество собраний акционеров для десятков и сотен тысяч участников фондов.

ПРОВАЛИВШАЯСЯ РЕОРГАНИЗАЦИЯ

Минимальные расходы лишь на одну реорганизацию зашкаливали за \$1 млн, что при стоимости активов чековых фондов от \$1 млн до \$70 млн было весьма накладным, а после августовского кризиса 1998 года – просто нереальным. Летом 1999 года из 693 чековых фондов реорганизовались в ПИФы – 1, в акционерные инвестфонды – 1, в брокерские и ди-

лерские компании – 37, свернули деятельность – 1, лишились лицензии – 102, слились с другими – 74, были ликвидированы – 27, реорганизованы в АО – 303, отказались от переоформления – 81, утратили капитал – 65.

Из 70 акционерных инвестиционных фондов превратились в брокеров и дилеров – 1, лишились лицензии – 13, слились – 2, реорганизовались в АО – 7, отказались менять статус – 15, потеряли капитал – 32. Успешно перестроились только чековые фонды, обладающие наилучшими активами: "Альфа Капитал", "НИКойл" и Первый чековый "Пионер", объединившие 2 млн частных инвесторов (около 10%). Важным подспорьем стало участие в них иностранцев.

Крупными организаторами коллективных инвестиций могли стать (но не стали) негосударственные пенсионные фонды, которые начали стихийно возникать еще в 1991 году. С указа № 1077 (1992 год) нормотворчество и создание НПФ стало упорядоченным. В мае 1998 года был принят закон о НПФ, в правовые документы внесены изменения и дополнения об инвестировании через управляющие компании, об использовании специализированных депозитариев, ежеквартальной отчетности по каждому участнику, активам, пенсионным выплатам.

В 1999 году из 270 фондов, получивших лицензию, активно действовали 229, которые обслуживали 1,7 млн чел., или 3,7% потенциальных пенсионеров. Причины такой малочисленности кроются не только в настроениях граждан, 80% которых считают, что в старости их должно опекать государство, и лишь 6% рассчитывают на собственные силы. На отношение к НПФ влияет их регламент, организация и деятельность, размеры компенсаций. Не все из 1,7 млн пенсионеров получают по 500-600 руб. в месяц (до \$20). Многие фонды выплачивают по 150 руб., а некоторые – по 30 руб. (около \$1). Это не слишком большая конкуренция для государственной пенсии 414 руб. (примерно \$14). Неудивительно, что в 189 НПФ (или в 82,5% от общего числа) насчитывается менее 10 тыс. человек.

Размеры пенсий зависят от формы работы НПФ на рынке, объема привлекаемых ресурсов, активов. Например, открытые фонды самостоятельно ищут клиентов среди обычных граждан, предприятий, компаний, банков, выступающих не учредителями, а участниками НПФ. Но их активы, собственные средства не идут ни в какое сравнение с корпоративными пенсионными фондами, созданными для работников крупных компаний корпораций и потому не нуждающихся в выходе на открытый рынок. От материнских структур им поступает все необходимое.

В первом квартале 1999 года, по данным Госкомстата, безусловными лидерами по размеру собственного имущества были "Газфонд" (6,2 млрд руб.), НПФ "Сургутнефтегаз" (1,94 млрд руб.), "ЛУКойл-Гарант"

(1,9 млрд руб.), НПФ "Электроэнергетики" (0,4 млрд руб.), "Уголь" (0,2 млрд руб.). Около половины фондов имели менее 50% средств, необходимых по закону для уставной деятельности. Отсюда большая разница между НПФ в объеме вкладываемых ресурсов. Только три фонда управляют активами свыше 1 млрд руб., семь – от 100 млн до 1 млрд руб., сорок семь – от 10 млн до 100 млн руб., сто шестнадцать – от 1 млн до 10 млн руб., пятьдесят шесть – от 100 тыс. до 1 млн руб.

ЗАЛОЖНИКИ РИСКОВ

На долю первых трех НПФ приходилось 65% активов из суммарных 8,17 млрд руб., десяти фондов – 78%. Основную часть средств лидеры вкладывали в ценные бумаги АО (прежде всего собственных матерей) – 77%. Далее следовали гособлигации – 15%, банковские вклады – 2,9%, СКВ – 1,8%, обязательства субъектов Федерации – 0,9%, прочие активы – 1,8%. Приоритет своим "голубым фишкам", конечно, поддерживает их высокие рыночные котировки, что в свою очередь привлекает дополнительных инвесторов.

У пенсионных фондов помельче, тоже входящих в основную группу, структура инвестиционного портфеля была несколько иной: гособлигации – 43,5%, ценные бумаги АО – 40,2%, банковские вклады – 4,5%, облигации регионов – 2,2%, валюта – 1,7%, недвижимость – 1,7%, прочее – 6,2%. Несмотря на отличия от лидеров и в этих НПФ полученные средства тут же направляются материнским структурам и расходуются по их усмотрению. Хрестоматийными стали примеры, когда пенсионный фонд "Сургутнефтегаза" использовался по сути для самовыкупа контрольного пакета акций, а "Рургаз" приобрел ценные бумаги "Газпрома" через НПФ последнего.

К июлю 1999 года активы фондов удвоились – с 8,17 млрд руб. до 15,6 млрд руб., но их структура не изменилась. Первоочередное внимание по-прежнему уделялось финансированию родственных предприятий в форме покупки их ценных бумаг. По регламенту НПФ не могут инвестировать свыше 10% своих ресурсов в один инструмент или в активы одного эмитента либо депонировать в одном банке. Препятствие легко преодолевается через аффилированные компании и кредитные организации. В отношении их нет никаких ограничений в объеме инвестиций, размерах вкладов, доли в недвижимости матери, что делает пенсионный фонд абсолютным заложником риска на одного заемщика.

И все же не этим объясняется малочисленность и непривлекательность корпоративных НПФ в России. В таких фондах чувствуется дух крепостничества. В отличие от Соединенных Штатов, у нас не практику-

ется перевод пенсионных и иных финансовых прав работников из одной частной корпорации в другую, что снижает мобильность рабочей силы, ставит ее в унизительную зависимость от работодателей. По условиям коллективных договоров компании с НПФ после увольнения работник теряет право на пенсионные накопления, которые на его имя переводила фирма. Гражданину фактически невозможно изъять средства из фонда единовременно или досрочно.

Налоговые льготы, предусмотренные нормативными актами по НПФ, не заработали, поскольку закон о негосударственных пенсионных фондах не имеет прямого действия. На деле пенсионные деньги облагаются подоходным налогом дважды: при перечислении организацией средств в НПФ и при получении их работниками, так как это считается их личным доходом.

В 2000 году система коллективного инвестирования в России не восстановилась до предкризисного уровня, хотя отдельные фонды сумели добиться успеха. В конце февраля стоимость чистых активов ПИФов достигла по номиналу 6 млрд руб. – главным образом за счет роста курсовой стоимости валютных инструментов и периодических скачков котировок некоторых ценных бумаг. По итогам 1999 года это позволило некоторым фондам показать неплохую доходность: "Пионер Первый – Фонд ликвидных акций" – 350%, "Добрыня Никитич" – 290%, фонд крупных и средних предприятий "Креди Сюисс" – 230%, долгосрочные взаимные инвестиции и "Петр Столыпин" – 260%, фонд корпоративных бумаг "Паллада" – 250% при росте рублевого индекса РТС на 232%.

РАСПЛАТА ЗА ДОВЕРЧИВОСТЬ И ПОСЛУШАНИЕ

Потери от краха пирамиды ГКО, однако, полностью не возмещены. В августе 1998 года российские инвестиционные фонды владели примерно 8% данных облигаций, НПФ – на 1,6 млрд руб., страховые компании – на 6 млрд руб., ПИФы – на 250 млн руб. Значительные пакеты были у ОФБУ. Все твердо верили в надежность, ликвидность и стабильность ГКО. Поэтому никто особо не напрягся, когда правительство обязало страховщиков и НПФ в приказном порядке вкладывать в госбумаги не менее 30% своих активов. В действительности у отдельных структур эти вложения доходили до 80%. Расплата за доверчивость и послушание последовала 17 августа 1998 года.

Погашение ГКО заняло свыше девяти месяцев и производилось по номиналу пятикратно обесценившимися рублями. Не получив достаточно средств для выплаты пенсий, выкупа паев, страховых премий, многие институты коллективных инвестиций разорились. Суды отказались при-

знать форс-мажором отказ государства отвечать по своим обязательствам, поэтому по ряду исков управляющим компаниям пришлось отвечать за убытки. Сборы за управление сократились, так как они устанавливаются в виде доли от суммарных активов, находящихся под управлением, а они обесценились от 20 до 70%. Выжили лишь те фонды и компании, которые сумели реструктурировать операции, урезать персонал и прочие издержки, получить финансовую помощь от матерей.

Обнажился такой общий изъян российских инвестиционных институтов, как хроническое несоответствие между активами и пассивами. В постсоветской России не появилось надежных долгосрочных финансовых инструментов. Длинные обязательства обычно обеспечиваются комбинациями коротких вложений капитала. Самым удобным и, как казалось, безопасным активом казались 3-месячные ГКО, а также "голубые фишки". До августа 1998 года можно было инвестировать примерно в полсотни ликвидных акций и еще примерно в сто ценных бумаг второго и третьего эшелонов. В 2000 году капитализация фондового рынка сократилась в 10-15 раз. Предлагается восемь – десять акций, эмитированных компаниями ТЭКа, телекоммуникационной, металлургической, коммунальной отраслями. Эмиссия "бобров" и новых ГКО несопоставима с потребностями рынка, для удовлетворения которых остались только высокорисковые векселя.

Разрушение банков парализовало расчетную систему инвестиционных институтов, лишило их депозитов, размещаемых в кредитных организациях. Многие банки были учредителями пенсионных фондов, ОФБУ, страховых компаний, которые, в свою очередь, владели акциями и долговыми обязательствами своих создателей-банков и разорились вместе с ними. Плохую службу сослужили проволочки в переходе на международные стандарты финансовой отчетности, которые должны применяться к эмитентам, фондам, их управляющим и поставщикам услуг.

Запрет инвестировать за рубежом (хотя некоторым видам фондов это разрешено) привел к негативным последствиям. Это усилило бегство капиталов из России (от 20 до 40 млрд в год) примерно по двум десяткам каналов. Для организаций коллективного инвестирования закрылась возможность диверсифицировать и страховать портфели за счет надежных, ликвидных и долгосрочных активов за рубежом, что позволяет уменьшить потери инвесторов во время кризисов. Некоторым фондам не разрешается держать средства в валюте, что тоже не прибавляет им устойчивости.

Непрозрачность российской экономики затрудняет поиск и оценку объектов для вложения свободных ресурсов. За годы реформ не создано сети широкого распространения акций, паев, страховых и других финан-

совых продуктов среди населения. За исключением Сберегательного банка и почтовой службы в России нет структур с общенациональной системой филиалов и отделений. Сложившаяся анклавность региональных экономик позволяет смягчить кризис, выжить, но стала мощным тормозом в развитии общегосударственного рынка, в том числе инвестиционного.

Коллективных инвестиционных центров пока слишком мало, чтобы предоставлять населению необходимую информацию о финансовом рынке и его возможностях для увеличения личных сбережений, консультации об управлении семейными бюджетами, проводить маркетинг инвестиционных продуктов. Неэффективной остается правовая защита интересов рядовых пайщиков, акционеров и вкладчиков.

Деморализующе действует на массового (и стратегического) инвестора отсутствие у Кремля и Белого дома продуманной и целенаправленно проводимой политики по повышению доходов населения, формированию рынка капитала, стимулированию сбережений и их трансформации в инвестиции. Отсутствие политической и экономической стабильности подрывает веру людей в целесообразность накоплений, которых государство мгновенно может обесценить девальвацией и инфляцией, конфисковать налогами, невыплатами, грабительскими обманами. Поведение властей прочно внедрило в массовое сознание привычку жить только сегодняшним днем, убежденность в том, что все нужно хватать сейчас, так как потом будет поздно.

ПО АМЕРИКАНСКОМУ ОБРАЗЦУ

2000 год паевые инвестиционные фонды встретили с множеством нерешенных проблем. Начало ПИФам положил президентский указ № 765 от 1995 года. Контроль за ними осуществляет Федеральная комиссия по ценным бумагам. С 1996 года по 1999 год число фондов увеличилось с 13 до 28. Они создавались в двух формах. Большинство (16) являются открытыми, то есть управляющие компании продают и выкупают свои паи по первому требованию инвестора в течение 15 дней. Интервальные ПИФы (12) открывают пункты приема заявок лишь несколько раз в год (но не реже одного раза) сроком на две недели. Суммарная стоимость активов выросла с 63 млн руб. до 2 млрд руб. к январю 2000 года, в валюте – с \$11 млн до \$83 млн.

Организация ПИФов была попыткой внедрить в России опыт американских фондов взаимных вложений, которые в Соединенных Штатах успешно конкурируют с банками за средства вкладчиков с небольшим капиталом. В США это стало возможным благодаря буму информаци-

онных технологий на финансовых рынках, низким операционным затратам, жесткому государственному контролю, огромным возможностям диверсифицировать и страховать портфели, инвестировать в активы практически по всему миру. Десятки миллионов граждан активно вкладывают сбережения в сотни таких фондов, многие из которых стали транснациональными.

В России ситуация совершенно иная. Ничтожным остается количество финансовых инструментов, ПИФов и их вкладчиков, хотя оценки численности последних очень расходятся: от 10 тыс. чел. до 100 тыс. чел. Скорее всего, ближе к истине первая цифра. В лучшие времена число инвесторов крупнейших фондов колебалось от 500 до 900.

Формально ПИФы создавались для людей со скромным достатком. На деле представляли собой клубы состоятельных лиц, способных оплатить вступительный взнос свыше \$1,5 тыс. и достаточное количество паев. Управляющие компании старались привлечь прежде всего вкладчиков с доходом от \$2 тыс. и более в месяц. Таких граждан насчитывалось менее одного процента. После августа 1998 года их стало еще меньше. Средний размер зарплаты в России упал со \$100 до \$40-60, пенсии – до \$20-30, около половины россиян вообще не имеет сбережений.

Распространению ПИФов мешала масса других препятствий. Прежде всего микроскопичность (по мировым меркам) фондового рынка, крайняя бедность и рискованность предлагаемых им возможностей зарабатывать, анклавность (концентрация в основном в Москве и Петербурге), отсталость коммуникаций. ФКЦБ признает, что разработала регламент для фондов, который оказался непрактичным. Весь документооборот ведется в бумажной форме. Чтобы вступить в ПИФ, вкладчик должен потратить несколько дней на открытие банковского счета. Затем принести письменное заявление о вступлении в фонд. Потом дать личное распоряжение банку перевести деньги в кредитную организацию, обслуживающую ПИФ. Они будут идти пять-восемь дней, которыми банк воспользуется для предоставления однодневных и овернайт-кредитов за счет средств клиента. Да еще за перевод возьмет с него 3% от пересылаемой суммы.

Продвижение фондов в регионы сдерживалось особой ответственностью управляющих компаний за действия их агентов перед инвесторами и Федеральной комиссией по ценным бумагам. Соблюдение подобных обязательств возможно, когда агентская организация является аффилированной структурой. В кризисных условиях столичные ПИФы предпочли не вваливать на себя лишние риски.

За четыре года так и не удалось создать вторичного рынка паев. Помимо перечисленных трудностей, препятствием этому стал запрет со

стороны ФКЦБ дарить и продавать на сторону инвестиционные паи (разрешается только их наследование и передача в залог). Позиция комиссии, конечно, противоречит Гражданскому кодексу, предоставляющему свободу в распоряжении имуществом его законным владельцем, но вполне оправданна, учитывая необходимость максимально защитить интересы инвестора в ненормальных российских условиях.

ИЛЛЮЗИЯ ЗАЩИТЫ ОТ РИСКОВ

ПИФы казались более защищенными от рисков, чем другие институты коллективного инвестирования. Ответственность доверительного управляющего и депозитария была разделена. Управляющей компании не разрешается участвовать в капитале, а ее менеджерам – в руководстве депозитария, с которым заключен договор по обслуживанию. Нормативные акты и надзор за фондами предписывают им полную открытость и доступность информации. Стоимость инвестиционного пая, цены продажи и покупки, размер вознаграждения управляющей компании, объем расходов по доверительному управлению, справка о стоимости чистых активов (СЧА) – все это должно предоставляться любому по первому желанию и публиковаться в СМИ.

Введены ограничения в формирование портфелей открытых ПИФов. Он должен состоять из ценных бумаг, имеющих рыночные котировки. Если бумаги перестали котироваться, то доля таких нерыночных активов не может превышать 10% от стоимости общих. "Временное положение о составе и структуре активов паевых инвестиционных фондов" не позволяет включать в портфели открытых ПИФов казначейские обязательства России и субъектов Федерации, акции российских инвестфондов, голосующие бумаги одного эмитента, (если управляющая компания и ее аффилированные лица управляют и/или владеют свыше 25% плюс одна такая бумага), акции и облигации иностранных государств, акционерных обществ, коммерческих организаций (если стоимость этих инструментов составляет 20% и более от суммарных активов открытого ПИФа), ценные бумаги, выпущенные управляющей компанией самого фонда и ее аффилированными лицами, а также специализированным депозитарием и аудитором ПИФа, производные ценные бумаги, фьючерсы, форварды и иные контракты на ценные бумаги и другие финансовые активы (например, инвестиционные паи фондов), векселя и депозитные сертификаты.

Правила для интервальных фондов чуть либеральнее. Стоимость ценных бумаг без признанных котировок может составлять не менее половины всех активов. Зато в них нельзя включать дополнительно к упо-

мянутому списку корпоративные облигации, которые не имеют общепризнанных котировок, недвижимость, запрещенную к отчуждению российскими законами.

Главная задача ПИФов – привлечь деньги вкладчиков, сберечь от инфляции и гарантировать доход не ниже доходности фондового рынка. Инвестиционные паи приобретаются в управляющей компании фонда и у его агентов (продаются им же) по цене, которую рассчитывает менеджер, исходя из стоимости имущества ПИФа. Прибыль клиента – в разнице между ценой продажи и покупки.

Размер инвестиционного пая определяется так: стоимость чистых активов фонда (суммарные активы за вычетом текущих обязательств и номинальной стоимости заемного капитала) делится на число паев, зарегистрированных в данный момент в реестре ПИФа. В открытом фонде СЧА переоценивается и стоимость пая определяется в конце каждого рабочего дня и действует весь следующий до нового пересчета. В интервальном ПИФе расчеты производятся только перед открытием фонда. Пока он закрыт, цена пая не меняется. Специализированный депозитарий следит за правильностью калькуляции. Ошибки исправляются в течение десяти дней с момента обнаружения. Вносятся соответствующие коррективы в бухгалтерские документы и реестр вкладчиков. Потери компенсируются из собственных средств управляющего или паями (тоже в течение десяти дней).

ЦЕННОСТИ, СТАВШИЕ МАКУЛАТУРОЙ

В открытых ПИФах акции и облигации переоцениваются с учетом изменения их курсовой стоимости на торговых площадках, получивших лицензию ФКЦБ. За основу может браться цена только одного "признанного организатора торговли" либо того (из нескольких), кто оперирует наибольшим объемом данных бумаг в течение 15 дней, предшествующих определению СЧА. Если в активах имеются госбумаги, то используются котировки дилера. Когда дилеров несколько, берется минимальная котировка. В интервальных фондах стоимость крупных пакетов, которыми почти не торгуют на рынке, недвижимость и имущественные права на нее определяет независимый оценщик.

Такой подробно расписанный регламент определил стратегию и тактику ПИФов. Сначала они сделали ставку на "портфели роста", то есть на "голубые фишки" примерно двух десятков компаний, акции которых быстро росли под влиянием приватизации, искусственного ажиотажа на российском фондовом рынке, подогреваемого спросом со стороны нерезидентов. За два года капитализация рынка ценных бумаг бы-

ла раздута с 50 млрд до \$175 млрд. Менеджеры фондов воспользовались ситуацией, были достаточно профессиональны и хорошо обеспечены информационно, поэтому добивались хороших результатов. В 1998 году доходность паев ПИФов, инвестировавших в акции, на 22% превышала доходность индексного портфеля Российской торговой системы.

С осени 1997 года положение начало ухудшаться. В ноябре упали индексы акций промышленных предприятий. Иностранные инвесторы принялись избавляться от российских корпоративных бумаг. Чтобы сохранить доходность, ПИФы последовали примеру, переключившись на государственные облигации и частично на валютные инструменты. К середине августа 1998 года в совокупных активах фондов акции составляли уже менее одной трети. Портфели двух из десяти действовавших тогда открытых ПИФов и трех из шести интервальных фондов более чем на 50% состояли из долговых обязательств правительства. Они мгновенно стали неликвидными, когда 17 августа казна отказалась платить по внутренним долгам.

Против такого системного риска ПИФы оказались абсолютно незащищенными, несмотря на все нормативные и организационные предосторожности ФКЦБ. Исключением были лишь два фонда, активно обслуживавшие верхние эшелоны власти - "Монтес аурис" ("Золотые горы") и валютный фонд Креди Сюисс Ферст Бостон. В июне-июле 1998 года, то есть незадолго до катастрофы 17 августа, первый сбросил из портфеля госбумаг 49% активов, второй - 39% паев в СКВ, которую увел за границу. Своевременно полученная инсайдерская информация стала для данных ПИФов в буквальном смысле золотой.

Августовский кризис бульдозером протаранил ПИФы. По распоряжению руководства ФКЦБ прекратили куплю-продажу паев все открытые фонды гособлигаций и шесть открытых фондов корпоративных акций, где доля ГКО-ОФЗ превышала 10% стоимости чистых активов. Согласно регламенту Федеральной комиссии, если прекращается котировка ценной бумаги, ее цена должна дисконтироваться.

Решение ФКЦБ нанесло ущерб репутации ПИФов как надежных институтов, которые теоретически могли привлечь вкладчиков, воспользовавшись их массовым бегством из банков. Практически же это было нереально в условиях начавшегося хаоса и паники, неспособности власти предложить внятный план реструктуризации госдолга. Оказалось, невозможно достоверно оценивать стоимость чистых активов, поскольку доля госбумаг, превратившихся в некотируемые, значительно превышала разрешенный 10-процентный лимит. Правда, СЧА в фондах, прекративших операции, составляли примерно десятую часть общего портфеля ПИФов.

ГРАБИТЕЛЬСКАЯ ПОЛИТИКА ВЛАСТЕЙ

В сентябре 1998 года объем СЧА опустился до самого низкого уровня и достиг примерно 150 млн руб. В четвертом квартале последовал резкий рост – до 600 млн руб. Однако он был бумажным и произошел благодаря повышению курса доллара, так как часть финансовых инструментов ПИФов номинировалась в валюте. Исчисленная в ней суммарная стоимость чистых активов на самом деле сократилась с \$34,5 млн в январе 1998 года до \$29 млн в январе 1999 года.

Не помогло восстановить доходность ПИФов их включение в список инвесторов, которым ГКО-ОФЗ погашались полностью, разрешение ФКЦБ (ноябрь 1998 года) передавать фонд от одной управляющей компании к другой, конвертировать паи одних фондов в другие, сохранение ПИФов при ликвидации управляющей компании, скачки индексов РТС в 1999-2000 годах. Жесткий надзор помог уберечь собственность пайщиков от разворовывания, но не спас от грабительской политики властей, обесценившей вложенные рубли в пять раз, лишившей работы и сбережений вкладчиков, спровоцировавшей изъятие средств из российских финансовых институтов и бегство капиталов за границу.

В первом квартале 2000 года управление ПИФаами осталось в основном нерентабельным, за исключением фондов, тесно связанных с производством и экспортом энергоносителей, московскими финансовыми структурами. Вся сфера коллективного инвестирования сильно монополизировалась. Около 90% рынка контролирует "Центр управления" и управляющая компания "ЛУКойла", входящие в группу одноименного концерна. На долю "Креди Сюисс Ферст Бостон" приходится примерно 5%, "Тройки диалог" и "Темплтона" – по одному проценту. Остальное – на других 23 участников.

Большинство переживших кризис влились в крупные конгломераты (российские и иностранные), которые взялись оказывать финансовую поддержку до лучших времен. Резкое снижение доходов ПИФов заставляет их брать в управление иные виды активов, включая портфели страховых фирм и пенсионных фондов, а также финансовые ресурсы субъектов Федерации и муниципальных органов власти.

У БАНКОВСКИХ ФОНДОВ СИТУАЦИЯ ХУЖЕ

С аналогичными трудностями пришлось столкнуться еще одному институту коллективного инвестирования – общим фондам банковского управления (ОФБУ). Они стали образовываться после обнародования инструкции Центробанка № 63 от 2 июля 1997 года и действуют на осно-

вании положений Гражданского кодекса о доверительном управлении имуществом. Информации о них почти не публикуется.

Банки, осуществляющие доверительное управление фондами, регистрируют их на Неглиной. К 1 ноября 1998 года около семидесяти банков создали примерно 150 ОФБУ. В результате августовского кризиса их активы уменьшились примерно на 50 процентов. В конце 1999 года количество ОФБУ сократилось до 124, так как на рынке стало очень мало доходных ниш. Кроме того банк может создавать общий фонд только при условии, что функционирует не менее одного года, имеет уставный капитал свыше 100 млн руб., а его деятельность является рентабельной в течение последних шести отчетных периодов. Таковых кредитных организаций в России почти не осталось.

По сравнению с ПИФаами у ОФБУ есть достоинства и недостатки. К первым относится разрешение принимать рубли и иностранную валюту, драгоценные камни и металлы, производные финансовые инструменты, принадлежащие российским резидентам на правах собственности, инвестировать в векселя и осуществлять обмен акций.

Слабых мест, которые увеличивают инвестиционные риски, значительно больше. Вкладчику вместо пая выдается сертификат долевого участия, который не считается ценной бумагой, а служит свидетельством о передаче имущества в доверительное управление и о размере доли учредителя в ОФБУ. Сам сертификат не подпадает под понятие имущества. Его нельзя купить, продать, совершать с ним другие сделки. Это просто справка о договоре с банком. Неглиная сделала так намеренно, чтобы избежать вмешательства со стороны Федеральной комиссии по ценным бумагам.

Процент в долевом сертификате не устанавливается в отличие, например, от банковского депозита, когда банк обязуется возратить всю сумму вклада плюс проценты по нему. Отсюда риск инвестиций в ОФБУ выше (чем в ПИФе), но он возмещается повышенной доходностью за счет более льготного обеспечения обязательств перед вкладчиками капитала. Дополнительный риск возникает из-за конфликта интересов по привлеченным и используемым средствам в кредитной организации. При учреждении ОФБУ не создается независимый регистратор, поскольку сертификаты долевого участия не являются официально ценными бумагами.

Другим рисковым преимуществом ОФБУ стали более мягкие, чем для ПИФов, требования диверсификации портфеля. Неглиная не разрешает вкладывать свыше 15% активов общего фонда в ценные бумаги одного эмитента либо группы, связанной внутри отношениями имущественного контроля или письменным соглашением. Ограничение не рас-

пространяется на государственные ценные бумаги. При этом фондовые ценности, представляющие активы ОФБУ, могут находиться в собственном депозитарии управляющего (то есть банка).

УМЕНИЕ ОБХОДИТЬ ЗАПРЕТЫ

Запреты по части лимитов преодолеваются просто: кредитная организация учреждает одновременно несколько фондов. Один, скажем, занимается только производными ценными бумагами, векселями, акциями второго и третьего эшелонов. Другой составляет лишь консервативные портфели из облигаций правительства России и субъектов Федерации. Третий сосредоточивается на золоте. Так поступил, например, Оргбанк, создавший сразу три ОФБУ с различной инвестиционной специализацией.

Немало сложностей у общих фондов возникло в связи с тем, что по регламенту их инвестиционная декларация и, стало быть, структура портфеля не могут быть изменены до прекращения деятельности ОФБУ. В этот публикуемый документ включаются сведения о предельном стоимостном объеме имущества, о доле каждого вида ценных бумаг (акций, облигаций, векселей и пр.), входящих в инвестиционный портфель, о доле средств, размещаемых в валютные ценности, об отраслевой диверсификации вложений (по видам отраслей – эмитентов ценных бумаг). Впрочем, и данное препятствие банки научились легко обходить с помощью простой юридической процедуры: расторгается договор о доверительном управлении с одним ОФБУ и автоматически перерегистрируется с другим.

Благодаря общим фондам банки получили возможность уводить и экономить крупные суммы, пользуясь тем, что ведение бухгалтерского учета при доверительном управлении производится за балансом кредитной организации. ОФБУ позволяет доверительному управляющему не облагать налогом основные доходы инвестора (им часто выступает сам банк), переводить в фонд крупные пакеты ценных бумаг, которые в балансе банка попадали бы в нормативы обязательных резервов под обесценение.

По инструкции Неглинной кредитный институт, создавший ОФБУ, должен информировать учредителя не реже одного раза в год о размере его доли в фонде на дату составления отчета, о долях других участников, о расходах по управлению имуществом за отчетный период, о доходах (прибылях) доверительного управляющего, о доходе, приходящемся на сертификат, о составе инвестиционного портфеля. То, что учредитель получает сведения о своих вложениях и об эффективности инвестиций только раз в год, не прибавляет надежности ОФБУ. Особенно в услови-

ях, когда ответственность за нарушения перед инвестором даже по зафиксированным требованиям отсутствует. В этом отношении ПИФы обладают преимуществом.

В соответствии с договором доверительный управляющий обязан каждый день определять текущую стоимость активов общего фонда и размер доли учредителя ОФБУ. Но при отсутствии оценщика остается непонятным, как вносить в активы векселя и другие ценные бумаги, не имеющие общепризнанных котировок. Договор, заключаемый при вступлении в ОФБУ, менее ликвиден, чем пай ПИФа, и расторгнуть его значительно сложнее.

Симптоматично, что, несмотря на ряд достоинств общих фондов, иностранные инвесторы в России отдают предпочтение организационно-правовой форме ПИФа. Довод, который приводится: "возможно, его деятельность строже регулируется, но это лучше, чем не иметь надлежащего регулирования".

КОМПАНИИ ТЕРЯЮТ ПОДКОЖНЫЙ ЖИР

Самыми активными на российском фондовом рынке остаются инвестиционные компании, которых ФКЦБ объединяет в "группу 20". Каждый квартал ее состав корректируется в зависимости от суммы сделок на крупнейших торговых площадках. Со второго квартала 1998 года их доля в обороте РТС-1 и РТС-2 стабильно росла и с 45,7% достигла 73,9% летом 1999 года. Но это происходило на фоне снижения суммарного оборота в обеих торговых системах – с \$5,9 млрд до \$1,2 млрд, то есть почти в пять раз.

Одновременно в десять раз сократился собственный капитал "двадцати": с \$325 млн до \$31 млн. Если бы не решение ФКЦБ уменьшить обязательный норматив собственных средств (450 тыс. экю, теперь евро) к компаниям, которые работают с гражданами и занимаются доверительным управлением на рынке ценных бумаг, число инвестиционных компаний сократилось бы на треть. Новым требованиям отвечают 95% профессиональных участников, причем 70% выполняют еще более жесткие требования, необходимые для депозитарной деятельности.

Во время кризиса 17 августа 1998 года "двадцатка" переживала трудные времена, но к лету 1999 года сумела добиться неплохих результатов. Удельный вес прибыльных инвестиционных компаний сначала упал с 69 до 19%, а затем поднялся до 68%. Прибыль выросла с минус \$8,3 млн до плюс \$2,7 млн. Отношение прибыли к выручке – с минус 7,7% до плюс 3,2%. Отношение прибыли к собственному капиталу – с минус 14,8% до плюс 8,7%. Убытки в валюте баланса уменьшились с 10,2% до

6,9%. Рентабельность, которая прямо связана с ликвидностью российского фондового рынка, выросла с минус 18-20% до почти плюс 10%.

Профессиональные участники, оперирующие валютными инструментами, а также имеющие зарубежных партнеров как пайщиков и акционеров, оказались более устойчивыми, чем работающие только с рублевыми активами. Другое последствие кризиса – двукратный рост заемных средств в структуре баланса: с 33 до 69%. В семь раз подскочило отношение коротких пассивов к долгосрочным – с 1,3 до 7,21. Текущая ликвидность (отношение балансовой стоимости текущих активов к текущим пассивам) мало изменилось – 1,2 и 1,1, соответственно.

Августовские потрясения сильно деформировали структуру портфеля инвестиционных компаний. За исключением СКВ он теперь состоит в основном из рискованных и не очень ликвидных активов. Доля госбумаг после внутреннего дефолта уменьшилась к лету 1999 года в три раза – с 30 до 11%, торгуемых акций – с 33 до 25%. Зато удельный вес неторгуемых бумаг увеличился с 10 до 18%, векселей – с 14% до 20%. Самые крупные вложения приходятся на денежные средства (рост с 13% до 26%), которые стали единственным способом хеджировать портфельные риски.

Со второго квартала 1998 года по второй квартал 1999 года соотношение рыночной и балансовой стоимости торгуемых акций в активах возросло с 65 до 114%, госбумаг – сократилось с 66 до 46%. Доля «голубых фишек» («ЛУКОЙла», «Газпрома», РАО «ЕЭС») в общем пакете акций увеличилась с 32 до 60%. На акции «ЛУКОЙла» приходится около 70% инвестиций. На бумаги остальных двух концернов – примерно по 15% (против, соответственно, 41, 46, 13% годом ранее).

Все свое внимание инвестиционные компании сосредоточили на торговле корпоративными бумагами, доля которых выросла до 93,8% в общем количестве сделок (против 78,2% в четвертом квартале 1998 года) и до 86,8% в суммарном обороте (против 57,1%). На операции с федеральными и региональными долговыми обязательствами, корпоративными облигациями, прочими фондовыми инструментами приходится, соответственно, 6,2 и 13,2%.

Сами торговые обороты инвестиционных компаний упали к лету 1999 года на две трети в долларовом выражении, по сравнению со вторым кварталом 1998 года. Но в РТС они удержались на одном уровне – 70% в 1998 году и 80% в 1999 году. В абсолютных цифрах динамика выглядела так. На РТС-1 и РТС-2, с одной стороны, на ММВБ и МФБ, с другой, во втором квартале 1998 года приходилось \$2,75 млрд и \$0,5 млрд. Через год показатели снизились до \$600 млн и \$150 млн.

ГРАЖДАН ОТВАЖИВАЮТ ОТ ЦЕННЫХ БУМАГ

Причины – системные, конъюнктурные, а также клиентский характер российского фондового рынка. Объем торгов, тенденцию, динамику курсовой стоимости диктует спрос со стороны клиентов. Летом 1999 года по их заказам совершалось 85-90% сделок, 10-15% операций осуществляли за свой счет инвестиционные компании. Количество счетов, открытых физическим лицам в "двадцатке" лидеров, почти не изменилось и составило приблизительно 3,5 тыс. (56,5%), юридическим – 1,4 тыс. (43,5%).

При поддержке столичных властей инвестиционные компании стараются расширить сеть общедоступных фондовых центров. По их инициативе в марте 1999 года городская Дума приняла закон "О внесении изменений и дополнений в закон г. Москвы "О льготах по подоходному налогу с физических лиц". Он освободил от фискального обложения в муниципальную казну доходы, получаемые гражданами по ценным бумагам, которые приобретены у профессиональных участников на московском рынке.

Предполагалось, что 3% данного налога будет поступать в федеральный бюджет, а городскую долю, которая по прогрессивной шкале колебалась от 9 до 32%, физические лица могли оставлять себе. Речь шла о приличных суммах. В апреле-декабре 1999 года общий объем операций населения с ценными бумагами превзошел 15 млрд руб., а число граждан, совершавших не менее одной сделки в неделю, выросло до 10 тыс. человек.

Льгота не заработала. 25 ноября 1999 года в закон "О подоходном налоге" были внесены поправки, по которым с 1 января 2000 года он уплачивается целиком по единой ставке в федеральную казну и только потом делится между ею (16%) и регионами (84%). 18 февраля 2000 года управление Министерства по налогам и сборам по Москве подтвердило порядок уплаты одним платежом, что, конечно, не стимулирует граждан как рядовых инвесторов.

Крах 17 августа вынудил предприятия свернуть эмиссионную деятельность, обслуживание которой традиционно является вторым по значимости направлением работы инвестиционных компаний. Скажем, в том же Московском регионе в 1998 году с помощью открытых эмиссий было размещено девять выпусков ценных бумаг, в первой половине 1999 года – восемь. Мизер для крупнейшего промышленного, финансового и торгового центра страны, где только открытых акционерных обществ насчитывается свыше 10 тысяч.

Сказывается еще одна специфика российского фондового рынка – его окукливание. Менеджеры компаний, которые, как правило, выступают и владельцами предприятий через подставные структуры, избегают публичных размещений акций, чтобы не потерять контроль над АО. Предпочитаются иные способы финансирования: неплатежи, бартер, взаимозачеты, денежные суррогаты. В 1999 году из зарегистрированных ФКЦБ выпусков акций лишь 8% использовались для привлечения ресурсов (в США – 98%), остальные 92% – для перераспределения собственности. Инвестиционные фонды смогли вложить только 5% запланированных кредитов.

В 1999 году крупные компании впервые попробовали привлекать инвестиции с помощью корпоративных облигационных займов. Стимулом для них должно было стать принятое 26 июня правительственное постановление № 696, которое разрешило относить на себестоимость продукции проценты по долговым бумагам корпораций в размере действующей ставки рефинансирования ЦБ плюс 3%. Юридически регламент данного инструмента прописан и защищен гораздо лучше, чем векселя, что уменьшает риски вкладчика капитала. Кроме «ЛУКОЙла», «Газпрома», РАО «ЕЭС», «АЛРОСы», еще нескольких компаний новация пока не получила распространения. Уровень знаний, фондовой культуры среди товаропроизводителей еще слишком низок.

КАПИТАЛОВЛОЖЕНИЯ ЗА СЧЕТ ИЗДЕРЖЕК

Многие АО предпочитают самофинансироваться. В 1999-2000 годах у крупных и средних предприятий коэффициент автономии (удельный вес собственных средств во всех финансовых источниках) достиг 89,4% против 65% в 1998 году и 40% в 1993 году. Руководители производства не желают ничего менять, несмотря на то, что огромную часть в этих ресурсах составляют внеоборотные активы, в первую очередь незавершенка и основные фонды, которые постоянно удорожаются в ходе переоценок. Но они загружены в среднем на 46%. Половина станков и машин имеют срок службы свыше 15 лет, физически и морально устарели и не в состоянии производить конкурентную продукцию.

Уклоняясь от привлечения длинных ресурсов за счет выпуска ценных бумаг АО использует оборотные средства на инвестиционные цели. В первом полугодии 1999 года с этим не было проблем. Рост денежной эмиссии ЦБ (около 150 млрд руб.), четырехкратное обесценение рубля после девальвации, рост розничных цен на 80-100%, отказ от массовой индексации заработной платы служили источником оборотного капитала. Осенью 1999 года он иссяк в результате роста цен производителей,

удорожания энергоносителей, транспортных услуг, других расходов. Частичным выходом из положения стали инвестиции за счет издержек: переналадки, текущего и капитального ремонта основных фондов (на что уходит до 20% капвложений), производство запчастей, к сожалению, низкого качества, которыми обеспечивается такое же оборудование.

В преддверии президентских выборов на российском рынке ценных бумаг заметно оживились иностранные портфельные инвесторы. Под влиянием их заказов за три недели марта обороты торгов увеличились в 2,5 раза и превысили \$65 млн в день (но к концу месяца вернулись к обычному объему \$20-25 млн). Индекс РТС поднялся со 164,32 до 224,82 пункта – максимальное значение с мая 1998 года, хотя и не рекордное. В октябре 1997 года было зафиксировано \$216 млн и 571 пункт, что, впрочем, не идет ни в какое сравнение с американскими показателями – \$10 трлн и более 11 тыс. пунктов.

Наблюдавшееся оживление – всего лишь спекулятивный всплеск с целью поднять текущие котировки, в том числе акций второго и третьего эшелонов, в которых после августовского кризиса 1998 года застряли сотни миллионов долларов, чтобы нерезиденты смогли зафиксировать прибыль. В 2000 году в России нет тех условий, которые позволили бы повториться буму трехгодичной давности, когда за несколько месяцев рыночная капитализация российского фондового рынка благодаря зарубежным портфельным инвесторам увеличилась с \$50 млрд до \$175 млрд.

Общий объем портфельных инвестиций в первой половине 2000 года составил \$6-7 млрд, а число иностранных инвестиционных фондов, которые могли бы вкладывать капитал в наши ценные бумаги, – 70-80 с активами примерно в \$7 млрд. Это немного. Для сравнения: в крошечной Венгрии готовы работать 59 инофондов с активами \$4 млрд. Всего в России действует около 45 портфельных институтов разного калибра и специализации. Одни покупают небольшие пакеты зарегистрированных на бирже акций, другие делают прямые вложения в акции, приобретая крупные или контрольные доли, третьи сосредоточились на государственных и корпоративных облигациях. Некоторые фонды созданы за счет бюджетных средств, большинство – на деньги юридических и физических лиц.

НЕ КАЛИБРОМ, А КОЛИЧЕСТВОМ

Подавляющая часть работающих у нас в 2000 году портфельных инофондов располагает микроскопическими для российских потребностей собственными ресурсами. Среди специализирующихся на долговых обязательствах – "Эшмор рашн дебт" (капитал \$32 млн), "Риджент рашн бонд фанд" (\$12,4 млн), "Рашн консолидейшн энд рикавери" (40 млн).

Фонды, оперирующие преимущественно акциями, представлены такими, как "Афделнинг Русланд" (54,9 млн), "Альфред Берг Раша" (14,7 млн), "Альфред Берг Рюсланд" (28,3 млн), "Банко Рюсланд" (9,5 млн), "Клериден рашн экуити" (29,4 млн), "Делтек Раша" (1,73 млн), "Ист Юроп девелопмент" (225,6 млн), "Истерн кэпитал фанд" (1,7 млн), "Эмерджинг экуитиз траст" (15 млн), "Файэрбэрд нью Раша фанд" (7,9 млн), "Файэрбэрд рипабликс фанд" (24,1 млн), "Ферст рашн фронттиэрс траст" (10,1 млн), "Флеминг Раша секьюритиз фанд" (67,1 млн), "Джемс Раша Эй" (9,8 млн), "Джемс Раша экуити Би" (5,2 млн), "Глобалвест Раша фанд" (4 млн), "Эрмитаж фанд" (406 млн), "Ай-ай-джи маркетс фанд" (8,5 млн), "Инвеко тайга" (11,1 млн), "Ллойд Джордж Сибинко" (15 млн), "Магнум Раша фанд" (5,8 млн), "Морган Стэнли Дин Уиттер Истерн Юроп фанд" (60,8 млн), "Нью Юроп инвестмент компани" (7,6 млн), "Оптимал оппортьюнити фанд" (24 млн), "Просперити каб фанд" (22 млн), "Просперити куэст фанд" (13 млн), "Рюрик инвестмент" (31 млн), "Раша гроуз фанд" (40 млн), "Рашн инвестмент Ко" (16,6 млн), "Рашн экуити фанд" (11 млн), "Шредер рашн риджент фанд" (13,8 млн), "Шимода эмерджинг Юроп фанд" (1 млн), "Шимода Раша ренессанс фанд" (1,3 млн), "Темплтон глобал стрэтеджи фандс – Темплтон Истерн Юроп фанд" (23, 5 млн), "Темплтон Раша фанд" (87 млн), "Новый тигр фанд" (89 млн), "Раша инвестмент фанд" (4,4 млн), "Рашн просперити фанд" (63 млн), "Вонтобел фанд – Истерн юропиэн экуити" (150 млн евро), "Лексингтон Тройка Диалог Раша фанд" (71,4 млн), "ТДЛ Раша Юрэйжа оппортьюнити фанд" (8,6 млн).

Портфельными инвестициями занимаются и некоторые из сорока одного иностранного фонда, которые сосредоточились на прямых капиталовложениях. Например, "Ферст НИС ридженал фанд" (110 млн), "Глобал энвайермент эмерджинг маркетс фанд" (200 млн), "Ист юропиэн фуд фанд" (76 млн евро).

События до и после 17 августа 1998 года избавили от иллюзий не только относительно уровня развития и качества российского фондового рынка, но и поведения на нем многих зарубежных портфельных инвесторов. До сих пор они предъявляют России претензии по поводу убытков в сотни миллионов долларов из-за дефолта по гособлигациям, девальвации, моратория по форвардным контрактам (ими хеджировались рублевые риски) и отказа российских судов принимать иски по срочным сделкам (такие операции квалифицируются как пари).

И сегодня менеджеры потерпевших фондов пытаются «вешать лапшу на уши» у себя на родине акционерам и пайщикам, что их ввели в заблуждение о положении на российском фондовом рынке, о его профессиональных участниках, о гарантиях государства по своим долговым

обязательствам, об особенностях акционирования, капиталовложений, корпоративного управления в России (растворение капитала в ущерб миноритарным акционерам, трансфертное ценообразование, увод активов, финансовая непрозрачность, сокрытие прибыли в дебиторской задолженности и иными способами, диктат управляющих).

Стали традиционными жалобы на русских, которые отказываются предоставлять иноинвесторам места в совете директоров, проводить ежегодный аудит по международным стандартам GAAP и IAS, дать право вето по вопросам оплаты труда и найма, а также по корпоративным расходам сверх установленных лимитов, не соблюдают другие права акционеров.

ЛОЖЬ КАК САМООБОРОНА

Утверждения о неведении лживы и лицемерны. По своему опыту знаю, что нерезиденты были прекрасно осведомлены в мельчайших подробностях о ситуации на российском рынке ценных бумаг, более того — сами активно строили его как хотели. Например, с 1992 года в России действовало американское Агентство по международному развитию (АМР), которое при поддержке Кремля и правительства занималось созданием рынка капитала, для чего выделялось \$77,2 млн. Работа велась по таким направлениям, как приватизация, помощь частным институтам, организация технологических и регулирующих структур для операций с корпоративными акциями и облигациями, проведение широких политических, правовых и нормативных реформ, реализация крупных приватизационных проектов, которые оказали огромное влияние.

К этим программам энергично привлекались крупнейшие консалтинговые фирмы "Буз Аллен", "Бэрсон Марстеллер", "Артур Андерсен", "Делойт энд Туш", Гарвардский институт международного развития, который с особой заботливостью опекал "реформаторов", Нью-йоркская фондовая биржа, Комиссия США по ценным бумагам и биржам, Всемирный банк, Британский фонд "Ноу хау". Содействие в той же области оказывали правительства Японии, Германии, Франции, Австралии, Израиля, Европейский союз. Если ко всему этому добавить информационно-аналитические подразделения зарубежных инвестиционных фондов, банков, финансовых компаний, страховых фирм, аппараты экономических советников посольств западных стран, то вырисовываются такие масштабы мониторинга, которые абсолютно исключают возможность неосведомленности.

В моей практике консультирования приходилось сталкиваться с такими случаями. Когда управляющий инвестиционным фондом в России

получал 50% прибыли на фондовом рынке, менеджеру другого зарубежного фонда было трудно объяснить своему руководству, что подобные операции крайне рискованны в специфической российской ситуации. В ответ он всегда слышал: если эта ситуация достаточно хороша для них, то почему она не вполне хороша для нас?

НАЗНАЧЕНИЕ РОССИЙСКОГО ЗАХОЛУСТЬЯ

С первого взгляда трудно понять, почему крутые профессионалы с прекрасной подготовкой, накопившие огромный опыт работы на рынке ценных бумаг, в том числе в развивающихся странах, не опасаясь, покупали огромные пакеты российских гособлигаций с доходностью свыше 300%, тогда как у точно таких же обязательств у них на родине этот уровень не превышает 10% годовых. Откуда черпалась уверенность в том, что технически очень легко переиграть наш фондовый рынок?

Все постсоветские годы иностранные портфельные инвесторы рассматривали Россию как маргинальную часть мировой финансовой системы. Главная миссия российской периферии – служить дополнением к активам международного спекулятивного капитала за счет крайне рискованных, но зато исключительно прибыльных вложений горячих денег. По оценке экспертов, до 17 августа 1998 года у наших ценных бумаг амплитуда риска была вдвое, а доходность в пять раз шире, чем у американских акций. При варьировании доли российских фондовых инструментов в портфеле зарубежный спекулянт мог зарабатывать минимум в 2,5 раза больше, чем на американских, не используя слишком крупных средств.

Наш фондовый рынок построен так, что органически несовместим с притоком больших капиталов. Он интересен только игрокам, которым нужен повышательный тренд курсов и их резкие скачки, поэтому остается второстепенным по объему обращающихся на нем ресурсов, количеству эмитентов, обладает очень малой глубиной и сопротивляемостью, запрограммированным на системный крах. То, что он стремительно приближается, эксперты и международные инвесторы поняли в первых числах апреля 1997 года (то есть за полтора года до кризиса в Восточной Азии), когда доходность портфеля с участием российских бумаг стала ниже доходности портфеля без них.

Шаткость фондового рынка дестабилизировала рубль, что, в свою очередь, истощало скромные валютные резервы Неглинной. Предупреждением нерезидентам послужило падение мировых цен на нефть, сырье, составляющих основу российского экспорта. Это снижало доходы бюджета, ухудшало баланс текущих операций, обслуживание госдолга. Вос-

точноазиатский обвал не спровоцировал, а лишь ускорил финансовую катастрофу в России.

Нормализация рынка ценных бумаг вызовет новое бегство остатков спекулятивного капитала, на котором он держится. Пройдут годы (если не десятилетия), прежде чем из-за рубежа в Россию придут настоящие инвестиции. Это произойдет, когда фондовая сфера обретет прочную связь с производственным сектором, многократно увеличится капитализация, прозрачность, ликвидность, надежность обращающихся акций, что придаст им необходимую стабильность, нормальную доходность.

В России международный спекулятивный капитал, помимо своих, помогал решать и другие, геополитические задачи. Ключевым событием, после которого иностранные портфельные инвесторы просто хлынули на наш фондовый рынок, стало навязанное в 1997 году Кремлю согласие присоединиться к статье восьмой устава МВФ, гарантирующее возможность репатриации прибыли из России, начало ежедневного исчисления Международной финансовой корпорацией своего индекса по российским акциям (что официально включало Россия в число нарождающихся рынков), разрешение Комиссии по ценным бумагам и биржам США размещать в Соединенных Штатах депозитарные расписки на наши акции, а также оказывать русским кастодиальные и регистраторские услуги.

Это был важный промежуточный итог масштабной, целеустремленной подготовительной работы, которая велась с осени 1991 года. Сначала Россию вскрывали, как консервную банку, потом засевали и возделывали, словно огромное гороховое поле. Основными этапами являлись отмена государственной монополии на внешнеэкономическую деятельность; ваучерная приватизация и массовое акционирование с переуступкой самых прибыльных производств за гроши; штучный допуск на мировые рынки российских энергосырьевых компаний, предоставление им связанных кредитов и режима наибольшего благоприятствования; активное формирование долговой экономики и перевод на ее обслуживание всей бюджетной и финансовой системы страны; максимальное раскрытие внутреннего рынка для спекулятивного капитала, который на каждый вложенный доллар получал \$18-24 и играл роль мощного тарана извне и изнутри.

Технология отработывалась и отшлифовывалась в течение пятнадцати лет в странах Восточной Азии и Латинской Америки. Например, как по мексиканскому сценарию в 1991-1993 годах, нерезиденты в России сначала захватили контроль над рынком акций, потом скупили прямую и через подставные структуры половину государственного долга. После этого администрации президента и правительству принялись выдвигать все более жесткие требования по расширению допуска ино-

странного капитала, коррекции экономической и социальной политики, навязывать послушание в международных делах.

РОССИЮ СТАВЯТ НА МЕСТО

Параллельно спекулятивный капитал расшатывал внутренний валютный и фондовый рынок, вынуждая Центробанк расходовать золотовалютные резервы на стабилизацию рубля, правительство – рефинансировать задолженность перед нерезидентами за счет новых эмиссий гособлигаций и евробондов, увеличивая внешнюю задолженность России. Когда Кремль проявил неуступчивость, иностранные инвесторы под предлогом кризиса в Восточной Азии в массовом порядке сбросили долговые обязательства Минфина, обрушили денежную систему, заставив провести четырехкратную девальвацию рубля, поставили страну под угрозу суверенного дефолта. Одновременно у российского бизнеса отнимались оставшиеся внешние рынки. Например, в разгар финансовых потрясений в Индонезии, в Джакарту срочно прибыл министр обороны США и в ультимативной форме потребовал от президента Сукарно отказаться от закупки в России боевых самолетов в пользу американских.

Сделав свое дело, портфельные спекулянты покинули Россию. В 1999 году доля нерезидентов в операциях с акциями сократилась до 10,5% от общего объема (против 46,2% в четвертом квартале 1998 года) и составила 12,5% от суммарного оборота (против 45,8%). На шее государства остались долги в \$220 млрд, что в полтора раза превышает годовой ВВП. В уплату их многие годы придется отдавать значительную часть бюджетных доходов за счет распродажи природных ресурсов, лишая средств обрабатывающую, высокотехнологическую промышленность (в первую очередь ВПК), науку, образование, здравоохранение.

В 2000 году в политике иностранных портфельных инвесторов обозначился новый подход: **активизировались усилия по выводу сделок с нашими ценными бумагами за пределы России.** Приводятся следующие доводы. Вкладчики капитала хотят осуществлять операции только в СКВ, чтобы избавиться от рисков, связанных с рублем, российской банковской, фондовой и страховой системами. Перевод сделок под юрисдикцию западных стран обеспечит большую надежность, возможность принудительного исполнения обязательств через суд. В России неприемлемый налоговый режим и финансовая непрозрачность. За рубежом все расчеты производятся практически мгновенно, в день $T + 0$. В России требуется в среднем полгода для регистрации компании или фонда, без чего они не могут открыть банковский счет. За границей нет того произвола властей на фондовом рынке, который царит в России.

В феврале Немецкая и Венская фондовые биржи объявили о создании к осени 2000 года новой электронной площадки NEWEX, которая будет специализироваться только на ценных бумагах России, а также Чехии, Венгрии и Польши. В листинг планируется включить акции компаний, ведущих бухучет и отчетность по международным стандартам, с объемами эмиссии свыше 20 млн евро (первый уровень) и не менее 10 млн евро (второй уровень). У каждого АО появится свой маркет-мейкер, гарантирующий ликвидность бумаг собственными средствами, чтобы свести риски портфельных инвесторов к минимуму. Этим критериям уже отвечают многие «голубые фишки», которыми торгуют в РТС и на ММВБ. Пока торгуют.

КОНЕЦ ЗОЛОТОЙ ЛИХОРАДКИ

Построенная в России модель приватизации и акционирования, августовская катастрофа 1998 года на много лет задержали развитие российского фондового рынка. Сегодня его инфраструктура выглядит как разрозненные острова на безбрежном экономическом пространстве. Единичные институты, напоминающие дворцы в пустыне, пытаются торговать тем, что осталось ликвидного на рынке ценных бумаг. Доверие к торговым площадкам, брокерам, депозитариям, регистраторам подорвано. Значительная часть инвесторов пытается действовать самостоятельно через Интернет и другие системы связи.

В разобранном состоянии пребывают многие профессиональные участники рынка, так и не осознавшие до конца, что халява фантастических сверхприбылей ушла в прошлое. Золотая лихорадка улетучилась. И тут выяснилось: в России так и не появилось единой фондовой системы, технологически развитой, общедоступной, гибкой, надежной, прозрачной, с унифицированными стандартами и правилами, высокими этическими нормами, крепким регулированием, правовой и страховой защитой. Как выглядит дело в 2000 году?

Торговля ценными бумагами сосредоточилась на десятке фондовых площадок – в Российской торговой системе, на Московской, Московской центральной, Сибирской, Южноуральской, Санкт-Петербургской, Владивостокской, Саратовской фондовых биржах, в Казанском союзе торговли ценными бумагами, а также на шести валютных биржах – Московской международной, Сибирской, Уральской, Санкт-Петербургской, Екатеринбургской, Ростовской. Свыше 90% фондового рынка, по оценке ФКЦБ, приходится на ММВБ, РТС и МФБ (в 1999 году – \$5,9 млрд). В Москве сосредоточена примерно половина всех брокеров и дилеров, в том числе банковских, которые осуществляют до 80-90% всех операций.

При этом более 70% сделок сконцентрировано "на улице", что позволяет не платить налоги, сохранять коммерческую тайну, например о происхождении денег.

Лидирующее положение занимает ММВБ. В 1999 году на ее долю приходилось 14,4% оборота акций. До августовского кризиса она фактически монополизировала торговлю ГКО-ОФЗ. После дефолта по гособлигациям биржа удержалась на плаву только благодаря торговле валютой. Затем удалось сильно потеснить конкурентов в операциях с корпоративными «голубыми фишками» и облигациями с помощью более дешевого доступа для сотни с лишним брокеров из десятков регионов, расширения вторичных торгов, привлечения нерезидентов, имеющих замороженные рубли на счетах типа "С", полученных от сделок с ГКО.

Иноинвесторов не устраивает, что операции на ММВБ совершаются только в рублях, что процедура торгов довольно громоздка, по сравнению с западной. Для сделок необходима предоплата и предварительное депонирование ценных бумаг. Предоплата поступает на счет Центральной палаты ММВБ. Расчетный период $T + 0$, пропускная способность свыше 1 млн транзакций в день. В докризисный период регистрировалось 10-20 тыс. сделок. Созданный при бирже Национальный депозитарный центр обеспечивает расчеты, трансфер-агентские услуги, отслеживает позиции, обслуживает счета.

Второе место по обороту принадлежит Российской торговой системе, учрежденной в июле 1995 года на основе технологии ПОРТАЛ, используемой американской структурой НАСДАК. В РТС действует своя Расчетная палата с предоплатой и предварительным депонированием бумаг, но котировки и платежи на 95% совершаются в долларах по оффшорным банковским счетам через Интернет. Это особенно привлекает зарубежных портфельных инвесторов (всего несколько десятков), доминирующих на российском рынке акций.

После августовских событий количество брокеров сократилось с 600 до 260. Листинг РТС-А состоит из 62 эмиссий, РТС-Б – из 393, но сделки совершаются с единичными акциями. На долю «голубых фишек» РАО «ЕЭС», "ЛУКОЙла", "Мосэнерго", "Ростелекома", "Сургутнефтегаза", по оценкам ФКЦБ, приходилось 84,4%. Из них бумаги первых двух компаний занимали, соответственно, 42,7% и 14%. На РТ отдельно выделяются эмитенты, которые ведут бухгалтер и отчетность в стандартах GAAP или IAS. Поставлена задача перевести на данный формат всех участников Российской торговой системы до конца 2001 года.

МОСТ НАД ВЫСЫХАЮЩЕЙ РЕКОЙ

По регламенту РТС дилеры должны выводить котировки спроса и предложения на табло, быть готовыми совершить сделки в указанном

объеме. Покупатель и продавец могут непосредственно вести переговоры в пределах спреда. Депозитарные и трансфер-агентские услуги обеспечивает Депозитарно-клиринговая компания, которая связана с Чейз Манхэттен бэнк системой расчетов на условиях поставки против платежа для участников, имеющих счета за границей.

В 1999 году между ДКК и Национальным депозитарным центром ММВБ был построен мост, позволяющий осуществлять прямые расчеты между депонентами обоих депозитариев, минуя операции перерегистрации в реестрах. Это, однако, не снизило конкуренции между площадками с помощью диверсификации услуг, тарифного демпинга, в том числе по депозитарному обслуживанию, потока акций, который сильно обмелел.

Не все получается пока у Московской фондовой биржи. Имея в листинге бумаги 32 компаний, включая эксклюзивное право торговать акциями "Газпрома", МФБ больше, чем другие площадки, привлекает мелких и частных инвесторов. Располагает собственным Депозитарно-расчетным союзом. В 1999 году у биржи возникли финансовые трудности: дефицит примерно в \$1 млн.

Самыми крупными цеховыми организациями остаются Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР) и Профессиональная ассоциация регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев (ПАРТАД). Первая возникла из созданной в 1995 году Профессиональной ассоциации участников фондового рынка для выработки стандартов торговли на нем. После принятия в 1996 году закона о ценных бумагах торговая система и участники (брокеры, дилеры) были разделены. Так появилась НАУФОР (получившая лицензию в 1997 году и перешедшая под контроль ФКЦБ) и РТС. До августовского кризиса в НАУФОР входили 1100 брокеров, теперь – 960 (760 фондовых и 200 банковских) из общего числа 1800. На тридцать крупнейших приходится 80% всей торговли ценными бумагами в России. Ассоциация располагает 14 отделениями в регионах.

Свою главную задачу НАУФОР видит в сборе информации, соблюдении корпоративной дисциплины и этики, организации обучения, разработке правил и норм, юридическом консультировании и разрешении споров. Дисциплинарный комитет собирается ежемесячно и рассматривает по четыре-пять дел. Диапазон санкций – от предупреждения и штрафа до отзыва лицензии. Мониторинг ведется с помощью двух программ: "Скрин эмитент" (сведения о дивидендах, эмиссиях, сделках и другие корпоративные события) и "Сонар" (операции, обороты, включая вне рынка, иная информация о членах НАУФОР). В 1999 году ассоциация создала координационный центр по правам акционеров (в первую

очередь иностранных), который возглавил бывший председатель ФКЦБ Д. Васильев.

Будучи некоммерческой организацией НАУФОР испытывает острую нехватку средств. После августа 1998 года из-за банкротств и финансовых трудностей брокеров и дилеров для них пришлось снизить размер членских платежей, сохранив большие взносы только для крупных компаний. Всеобъемлющий мониторинг осложняется тем, что в ассоциации участвует только 60% лицензированных организаций. Проблемам добавляют постоянные конфликты на почве несоблюдения профессиональных и морально-этических норм членами НАУФОР.

«ЗООПАРК» ДЕПОЗИТАРИЕВ

ПАРТАД тоже родилась в 1995 году, контролируется и регулируется Федеральной комиссией по ценным бумагам. Это также некоммерческая организация, имеющая 34 сотрудника и 6 филиалов. До августовских событий в ассоциацию входили 300 членов, сегодня – 240. Статус саморегулируемой получила в сентябре 1997 года и сосредоточилась на отслеживании нарушений закона об акционерных обществах, кодекса ПАРТАД, совершенствовании рынка услуг, юридической помощи. Каждый квартал публикует рейтинги регистраторов для участников фондового рынка. Вместе с ФКЦБ организует обучение и профессиональные экзамены. Оценивает и дает аккредитацию программному обеспечению, которое должно соответствовать законодательству и правилам регистрации. Консультирует по страхованию рисков, контролирует депозитарии и трансфер-агентов.

Для обслуживания инвесторов ежемесячно регистрируется до десяти и более депозитариев, хотя под этим термином понимаются институты с разной спецификой. Во всех тридцати экономических регионах существуют банковские кастодиальные организации (всего свыше 500, из них активны около 250), которые регулируются ЦБ. Долгосрочным хранением и управлением портфелями занимаются собственные депозитарии брокеров (свыше 100), контролируемые ПАРТАД и подотчетные ФКЦБ. Организованы специализированные депозитарии, занимающиеся надзором и хранением ценных бумаг в режиме доверенного лица. Есть Центральный московский депозитарий, который является регистратором. При биржах учреждены расчетные депозитарии для проведения платежей, хранения бумаг, регистрации.

Как уже отмечалось, наиболее крупными по числу участников и объемам операций остаются Депозитарно-клиринговая компания при РТС и Национальный депозитарный центр при ММВБ. Они обслужи-

вают свыше 90% отечественных эмитентов и тесно взаимодействуют между собой. Возможно, что со временем на их основе появится единый центральный депозитарий, наподобие действующего в Соединенных Штатах, что очень устроило бы инвестора, особенно зарубежного.

Не все из российских надежны. Бывали случаи, когда неожиданно для владельцев суд выносил решение о том, что отданные на хранение их ценные бумаги им не принадлежат. По оценке ПАРТАД, только 11% депозитариев-совместителей (с банковской и брокерской деятельностью) используют страхование для повышения надежности своей деятельности. Общий лимит ответственности по договорам страхования составил в начале 2000 года примерно \$2 млн.

В конце 1999 года в России насчитывалось около 140 регистраторов. Они различались по капиталу, количеству филиалов и реестров, объему страховой ответственности. Это единственный институт, под который сочинялась нормативная база, формально цементирующая всю эту разрозненную, неоднородную, конфликтную стихию под названием российский фондовый рынок. Беда, однако, в том, что большинство регистраторов живут сами по себе, на деле мало взаимодействуя друг с другом. Учетная структура распылена и хаотична, без достаточной судебной защиты. Эмитенты могут менять регистраторов, как перчатки, и ни одному не платить за обслуживание. При передаче реестра права акционеров нередко подтверждаются никому не известными организациями. Плохое страховое обеспечение. В первом квартале 2000 года зарегистрировано 46 договоров страхования регистраторов. Суммарный лимит около \$20 млн.

СИЛЬНЫЕ ПОГЛОЩАЮТ СЛАБЫХ

Самыми крупными по количеству эмитентов с числом владельцев акций свыше 500, по оценкам ФКЦБ, в 1999 году были "Реестр" (281 реестр), Центральный московский депозитарий и "Единый регистратор" (по 188), Московский фондовый центр (154), "Регистратор НИ-Койл" (149), Объединенная регистрационная компания (101), Петербургская центральная регистрационная компания (95), "М-Реестр" и "Регистратор-Связь" (по 91), Центральная регистратура (84), "Ведение реестров компаний" (82), Депозитарный центр "Урал-Депозит" (81), Регистрационно-депозитарный центр "Депозит" (80), "РК Реестр" (76), Фондовая регистрационная компания (7,1).

Иначе выглядел рейтинг по сумме собственного капитала и страхового покрытия, что служит более объективным показателем надежности. Такими компаниями были "Пи-эр специализированный регистратор"

(страховое покрытие 50,7 млн руб.), Центральный московский депозитарий (43,7 млн руб.), Фондовая регистрационная компания (20,2 млн руб.), "Регистратор НИКойл" (17,2 млн руб.), "Иркол" (13,1 млн руб.), "СР ДРАГА" (12,9 млн руб.), "Реестр" (11,9 млн руб.), Сибирско-Уральский регистрационный центр (11,7 млн руб.), Московский фондовый центр (11,6 млн руб.), Регистрационно-депозитарный центр "Паритет" (11,5 млн руб.), Иркутское фондовое агентство (11,4 млн руб.), Специализированный регистратор "Веста" (10 млн руб.), "М-Реестр" (0,96 млн руб.), Центральный регистратор Республики Татарстан (0,94 млн руб.), Специализированный регистратор "Реестр-Сервис" (0,93 млн руб.).

В результате августовского кризиса 1998 года многие регистраторы разорились, были поглощены или добровольно присоединились к более крупным структурам, которые, сократив персонал, превратили их в свои филиалы. По числу последних лидируют "Реестр" (27) и Центральный московский депозитарий (21). В 2000 году усилилась конкуренция за эмитентов, продолжается процесс консолидации и укрупнения. В финале на сцене останутся, видимо, 10-15 разветвленных, хорошо капитализированных регистраторов, где не без поддержки властей сосредоточатся реестры самых прибыльных акционерных обществ.

Развитию учетной инфраструктуры мешают документарный разноречивой у регистрационных компаний, их территориальная удаленность от операторов рынка. Для связи приходится использовать громоздкую, неповоротливую курьерскую службу, что увеличивает время обслуживания (от трех дней до трех недель), затраты и риски инвесторов. Чтобы решить проблему, семь регистраторских компаний и Инфраструктурный институт ПАРТАД учредили в 1999 году в Москве некоммерческое партнерство Трансфер-агентский центр, взяв за основу британскую электронную расчетную систему "Крест". Брокер вводит в нее по определенной форме данные о продавце и покупателе, деталях сделки. Информация поступает в ТАЦ, где ее сверяют и через компьютер передают регистратору эмитента. Регистратор должен в конкретный срок проанализировать детали трансферта и выдать подтверждение о его приемлемости обратно в центр, внося необходимые изменения в свой реестр. ТАЦ сообщает брокеру об одобрении сделки, которая затем и реализуется.

Трансфер-агентский центр обслуживает сразу три группы пользователей. Во-первых, регистраторов, депозитарии, которые ведут учет прав собственности в реестрах обладателей ценных бумаг и на счетах депо. Во-вторых, брокеров, дилеров, депозитарии, осуществлявшие сделки с бумагами (клиентскими, собственными), и передающие через ТАЦ поручения на операции с лицевыми счетами (своими либо чужими – по доверенности). В-третьих, трансфер-агентов: они принимают документы от

зарегистрированных лиц и депонентов, направляют поручения в центр для совершения операции в одном из подключенных реестров или депозитариев, обеспечивают доступ в систему для владельцев бумаг, которые не могут напрямую к ней подключиться.

РАБОТА СО СТРАХОВКОЙ И БЕЗ НЕЕ

Различия функции участников закреплены в правилах и договорах о присоединении к ТАЦ. Так ускоряется перерегистрация прав собственности на активы сначала до одного дня, в дальнейшем – до одного-трех часов, удешевляются операционные издержки, предотвращаются мошенничества и недобросовестные действия, разграничивается ответственность на разных этапах сделки, создается система коллективного страхования для всех участников центра.

Когда регистратор вступает в ТАЦ, то объявляет список реестров, к которым предоставляется доступ через центр. Последний, в свою очередь, распространяет данный перечень среди всех участников системы. Брокеры, дилеры, депозитарии предъявляют опись клиентов и доверенности на право оперировать их счетами. Эти данные ТАЦ рассылает в учетные организации, где открыты указанные счета. Трансфер-агенты подписывают договор, дающий право принимать поручения от обладателей ценных бумаг ко всем регистраторам и депозитариям, входящим в ТАЦ, гарантировать подписи владельцев по принятым документам.

Новому агенту устраивается нечто вроде испытательного срока. Ему определяется лимит ответственности (величину его чистых активов, в пределах которой он несет имущественные обязательства) и время, в течение которого регистраторы могут ограничить либо отказаться от его услуг. Это прием и доставка поручений, получение их результатов, подлинников документов (выписок, справок, уведомлений), сверка. Все участники центра должны заключить договор страхования. ТАЦ подписал договор ответственности персонала с компанией РОСНО. С "Ингосстрахом" готовится договор по страхованию ответственности по сделкам электронных систем.

Руководители Трансфер-агентского центра рассчитывают в будущем получить доступ к реестрам мелких инвесторов, что поможет привлечь дополнительные средства граждан на фондовый рынок, когда и те, и другие созреют для этого. Совет директоров считает, что ТАЦ обеспечивает более надежную защиту от рисков с помощью не только договоров страхования, но и собственных ресурсов участников системы и самого центра.

Большое препятствие для работы создает невозможность широко использовать документооборот в электронном виде, а также цифровую подпись. Необходимые юридические нормы давно приняты, но судебные инстанции не готовы работать с подобными документами в спорных случаях. В Арбитражном суде не накопилось достаточной массы положительных решений.

Пока ТАЦ способен пропускать небольшой объем сделок. Для обслуживания множества операций в разных часовых поясах России потребуется время и крупные финансовые затраты, сертификация применяемых программных продуктов (в марте 2000 года их имелось около полусотни), по которым ведутся реестры, расширение систем удаленного доступа, стандартизация документов и правил. Как признают руководители центра, он, как и мост между НДЦ и ДКК, – попытка заполнить вакуум, отсутствие общего проекта реформирования и власти на российском фондовом рынке.

ТОВАР УБИВАЕТ ТОРГОВЛЮ

Как бы далеко ни продвинулась в техническом и кадровом отношении фондовая инфраструктура, ее институты, все усилия по модернизации перечеркиваются отвратительным качеством товара, то есть самих ценных бумаг. Таким его делают наши корпорации, которые абсолютно непрозрачны, предоставляют инвесторам запоздалую, неполную и часто лживую информацию о себе. Это одна из самых серьезных преград, мешающих вкладчикам капитала принимать обоснованные решения, совершенствовать портфельную стратегию и тактику, создавать рынок инвестиций в России, интегрировать его в мировую финансовую систему.

За рубежом и в России мне часто приходится слышать жалобы от иностранных банкиров и финансистов на то, что у нас нет центральных хранилищ данных, вроде Британского дома компаний или регистрационных палат в других странах Европейского союза, предоставляющих исчерпывающую информацию об учредительских документах фирм, капитале, акционерах и пайщиках, результатах деятельности. Минюст делает в этом направлении лишь первые шаги, пытаясь установить связи с региональными базами данных.

Опираясь на несколько нормативных актов, ФКЦБ требует предоставлять ей сведения об акционерных обществах и их членах, об основных пакетах, дочерних предприятиях и филиалах, любых изменениях по ним. Комиссия хочет получать данные о финансовых итогах за три года и за последний отчетный квартал с объяснением причин роста

или снижения прибыли, активов, приобретениях и продажах, об инвестиционных планах.

Особое внимание ФКЦБ обращает на эмиссии ценных бумаг с указанием типов, собранных сумм. Ожидаются самые подробные отчеты о собраниях акционеров, проведенных в течение квартала. Причем обо всех корпоративных событиях следует сообщать не позднее пяти дней. К такой же информированности ФКЦБ стремится и в отношении всех покупателей ценных бумаг, профессиональных участников рынка (собственность, операции, результаты).

Как признает сама комиссия, несмотря на все усилия, ей не удастся получать информацию в полном объеме. Это ставит в трудное положение не только ФКЦБ. Брокеры и дилеры не в состоянии консультировать клиентов в покупке и продаже ценных бумаг. Кастодиальные и депозитарные организации не могут информировать о дивидендах, выдаче сертификатов и прав, об объединениях, поглощениях и слияниях компаний, прочих корпоративных новостях для своих клиентов, чьи бумаги они хранят и чей голос необходим при важных решениях в акционерных обществах. Управляющие активами лишены возможности реально оценивать и пересматривать портфели. Страдают акционеры и инвесторы, которым вовремя не сообщают о дате записи (день, когда закрывается реестр, чтобы определить членов АО, имеющих право) и дате исключения (после которой покупатель не может получить право на действие).

Даже если информация предоставляется своевременно и в требуемом ФКЦБ объеме, это не улучшает качества ценных бумаг подавляющего большинства эмитентов. В России цена акций носит чисто психологический характер и не связана с истинным финансовым положением эмитента. Он может не платить налоги, своим работникам и партнерам, иметь огромную кредиторскую и дебиторскую задолженность, а котировки его бумаг будут максимально высокими, найдись у него или какого-нибудь спекулянта пара миллионов долларов, чтобы сыграть по-бычьему. Критерии отечественного листинга несопоставимы с применяемыми на западных биржах.

ПРОВАЛЕННЫЕ РЕФОРМЫ

Реальную ситуацию показали бы бухгалтерский учет и отчетность по международным стандартам GAAP или IAS. Утвержденная в марте 1998 года президентским указом программа реформирования российского бухучета провалена. Виноваты государственные ведомства, не способные выработать общие подходы, и эмитенты, которым это категорически невыгодно. Демонстрируя настоящие прибыли или убытки при-

дется платить больше налогов либо оправдать просроченную задолженность. Руководители АО будут вынуждены показать, какими методами у них одни обогащаются за счет других, обнажить перед конкурентами свои слабые места.

За все приходится расплачиваться. После 17 августа 1998 года к иностранным банкам-кастодианам полностью перешел рынок услуг для нерезидентов и значительная часть операций российских компаний с заграницей. Туда же перемещается торговля нашими ценными бумагами. Объемы сделок с американскими депозитарными расписками на российские акции на биржах Соединенных Штатов, Великобритании и Германии в два-три раза превышают суммарный объем торгов акциями на ММВБ, МФБ и в РТС, влияя на динамику котировок.

Осенью 2000 года, как отмечалось выше, усилиями Венской и Немецкой фондовых бирж должна заработать новая площадка NEWEX по торговле производными инструментами на наши «голубые фишки». Инфраструктура российского рынка ценных бумаг не может соперничать с западными финансовыми центрами по централизации, стандартизации, техническому уровню, оперативности, надежности, прозрачности, защищенности, в том числе залоговых вкладов при срочных сделках. За все годы постсоветских реформ таких институтов в России не появилось.

Выталкиванию нашего фондового рынка за границу, неразвитости его институтов и инфраструктуры способствуют нескончаемые конфликты между ведомствами, чьи интересы пересекаются в данной сфере. Попытки привлечь в Россию иностранных инвесторов с помощью налоговых и иных льгот гасятся Минфином и МНС, которым надо любой ценой пополнять бюджет. Ильинке необходимо вернуться на рынок внутренних заимствований, чтобы покрывать бюджетный дефицит. Но, как показал печальный опыт пирамидостроительства в 1994-1998 годах, гособлигации фактически убили рынок корпоративных бумаг, выкачав из экономики все ресурсы, лишив ее возможности нормально самофинансироваться.

Схожие причины трений между комиссией и ЦБ, который с помощью своих бескупонных облигаций хочет стерилизовать избыточную ликвидность на банковских счетах, чтобы ослабить давление рублевой массы на валютный курс. Единая система управления государственным долгом могла бы эффективно решить вопрос, однако создать ее в России не дали.

Немало копий сломали ФКЦБ и Центробанк за право регулировать профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг. Комиссия настаивает на удалении с него коммерческих банков, сделав исключение лишь для инвестиционных, как поступают, например, в Соединенных

Штатах. Совмещение функций кредитной и фондовой организации увеличивает риски, которые, как утверждается, Неглинная не отслеживает. Поскольку ЦБ выступает регулятором на основании генеральной лицензии комиссии и действует в рамках правил, установленных ФКЦБ, он должен быть ей и подотчетен. Комиссия считает, что ее стандарты, контроль над эмиссиями фондовых инструментов, требования к эмитентам строже, чем у Центробанка или Минфина (когда акции выпускают страховые компании).

ХАОС В ПРАВОВОМ ОБЕСПЕЧЕНИИ

Острые коллизии по поводу финансовых продуктов и услуг возникают у ФКЦБ с Инспекцией негосударственных пенсионных фондов (комиссия настаивает, чтобы они управлялись и обслуживались только специализированными депозитариями) и с ЦБ – по общим фондам банковского управления, которые ненадежны из-за слишком либерального регулирования со стороны Неглинной. Существование двойных стандартов, многочисленных дублирующих друг друга нормативных актов дезориентирует и регулируемых, и инвесторов.

Излюбленной мишенью для ФКЦБ стало чрезмерное, как она считает, совмещение взаимоисключающих полномочий Центробанка. ЦБ поддерживает стабильность рубля, выступает кредитором последней инстанции и дилером по гособлигациям, участником рынка ценных бумаг и одним из его контролеров, регулятором банков как кредитных организаций и как профучастников фондового рынка. Это, подчеркивает комиссия, ускорило крах банковской системы в августе 1998 года, перевод ее активов в параллельные компании, за границу.

Подковерная и открытая война между инстанциями породила хаос в законодательном обеспечении фондового рынка. Множество правовых нестыковок, противоречий, пробелов создает ведомственное нормотворчество, которое окончательно запутало инвесторов, особенно иностранных. Какие вопросы требуют первоочередного юридического решения?

В предложении инвестиционных продуктов нужно быстро создать законодательную базу срочных финансовых инструментов. Сформировать единую систему управления госдолгом, более жестко ограничивать объемы и доходность заимствований казны. Улучшить залоговое (в частности, ипотечное) право. Установить правила допуска ценных бумаг (их производных) нерезидентов на российский фондовый рынок при соответствующем валютном контроле. Усовершенствовать регламент размещения эмиссий ценных бумаг.

В создании спроса на инвестиционные продукты необходимо завершить принятие закона о закрытых паевых фондах, что позволит им вкладывать капитал в менее ликвидные активы при сохранении привлекательного налогового статуса. Например, в недвижимость, которую пока невозможно зарегистрировать на имя фонда или специализированного депозитария. Важно модернизировать нормы о доверительном управлении, создании НПФ и их депозитарного обслуживания.

В посреднической деятельности и инфраструктуре предлагается установить ответственность за совершение сделки с использованием инсайдерской информации. Усилить те положения в законе "О рынке ценных бумаг", которые касаются их учета и перехода прав собственности, совмещения различных видов деятельности, раскрытия информации акционерными обществами. Нужно продолжить работу над нормативной базой, относящейся к депозитариям, регистраторам и инвестиционным консультантам.

ФКЦБ настаивает на введении института групповых исков и исков в защиту неопределенного круга лиц, сделав необходимые поправки и дополнения в процессуальный кодекс. Следует включить в УК уголовную ответственность за невыполнение требований к раскрытию информации, в случае недобросовестной эмиссии и за иные нарушения прав акционеров. Создать законодательство о третейском разбирательстве, состыковав его с арбитражными и гражданскими процессуальными нормами. Установить четкие правила наложения ареста на ценные бумаги.

Таковы предложения. Весь вопрос, сколько времени и кризисов потребуется, чтобы регуляторы и регулируемые смогли, наконец, договориться.

РОССИЯ В ДОЛГАХ

Российский рынок ценных бумаг с самого зарождения был запрограммирован на кризис 17 августа 1998 года, и иностранный капитал внес в это свою лепту. Он приложил немало усилий для формирования долгового типа постсоветской экономики, который в свою очередь задал точно такую же модель нашего фондового рынка, более чем на 90% состоящего из долговых обязательств различного вида. Это отвечало интересам зарубежных кредиторов и заемщиков (частного сектора, государства).

В отличие от западных стран, рынок ценных бумаг в России начинался не с облигаций, а с акций. С ними реформаторы связывали большие надежды в продолжении приватизации, в оживлении и перестройке производства за счет мобилизации финансовых ресурсов, с помощью ак-

ционерного капитала, его перелива между отраслями и регионами через биржевую и внебиржевую структуры. Работая в 1992-1993 годах вице-президентом Московской центральной фондовой биржи и директором информационно-аналитического центра Федерации фондовых бирж России, я хорошо помню тогдашний энтузиазм, и сам был им захвачен.

Надежды не сбылись. Цивилизованная приватизация была быстро отброшена в сторону, так как совершенно не устраивала участников захвата и передела госсобственности. Ее реальная стоимость занижалась в десятки и сотни раз (под предлогом устарелости, изношенности основных фондов, отсутствия механизмов достоверной оценки) при акционировании, которое производилось в основном по закрытой подписке и в результате закулисного сговора. Акции рассматривались прежде всего как инструмент присвоения и сохранения контроля над активами, материальными и финансовыми потоками. Для привлечения дополнительного капитала они не использовались, поскольку это неизбежно изменяло сложившуюся структуру собственности в АО. Заполучившие ее первыми, они ни с кем делиться не хотели.

Такой тип отношений и хозяйствования больше ориентирован на долговые инструменты, которые создают меньшую угрозу имущественным правам заемщиков. Новые владельцы постарались обезопасить себя и юридически. Так, законодательная база по отчуждению собственности за долги, по защите прав акционеров и инвесторов, по другим важнейшим вопросам намеренно сделана размытой и неэффективной. Если переуступка активов за долги и происходила (достаточно вспомнить о мас-караде залоговых аукционов), то лишь в результате предварительных конфиденциальных договоренностей между “нுவоришами” и правительственными чиновниками.

Долговая модель фондового рынка отвечала и интересам государства, точнее – тех, кто формировал его экономическую политику. Они быстро исчерпали такие источники пополнения госбюджета, как инфляция, налоги – прежде всего с экспортных энергосырьевых компаний, получавших фантастические прибыли от высоких мировых цен, многократного превышения валютного курса над паритетом покупательной способности. Два системных кризиса в октябре 1994 года и августе 1995 года заставили искать другие решения. Но вместо глубокой структурной реорганизации экономики, реформаторы сделали ставку на наращивание внутренних и внешних заимствований.

То, как это было реализовано, обернулось убийством российского фондового рынка. Чтобы “связать” избыточную рублевую массу, отвлечь участников рынка от спекуляций на валюте и межбанковских кредитах, а также пополнить федеральную казну, правительство предложи-

ло по своим долговым обязательствам более высокую доходность, которую публично прогарантировало. В дальнейшем при стабилизации финансового положения планировалось снизить стоимость обслуживания госдолга.

ГОСУДАРСТВО УБИВАЕТ ЭМИТЕНТОВ

Как эмитент ценных бумаг, корпоративный сектор изначально не мог конкурировать за свободные денежные средства с Кремлем и Белым домом. Даже если бы они вообще лишились всех доходов, в запасе оставалась власть, золотовалютные резервы Центробанка, печатный станок. Менее чем за два года, привлеченные сумасшедшей прибыльностью операций с госбумагами (доходившей до 300% годовых и больше), на них переключились практически все субъекты и средства финансового рынка – валютного, ссудного, фондового.

Вслед за ними в тот же омут были вовлечены деньги предприятий (озабоченных пополнением оборотных средств), банков, населения (через вклады в кредитных организациях), инвестиционных, страховых и пенсионных фондов, которым власти прямо приказывали часть средств размещать в ГКО-ОФЗ. Построенный по пирамидальной технологии механизм заимствований требовал все новых вливаний, чтобы рассчитываться по прежним долгам. Запускать печатный станок на полную мощность реформаторы боялись из опасения вызвать рост инфляции.

С понижением мировых цен на сырье и энергоносители внешнеторговые доходы и, соответственно, фискальные поступления в казну сократились. Еще ниже “просели” налоговые платежи от промышленности, поскольку все свободные ресурсы товаропроизводителей тратились не на инвестиции, модернизацию и конверсию производства, а на сделки с госбумагами. Ориентируясь на доходность гособлигаций, банки устанавливали ставки за кредит, который оказался неподъемным для индустрии, особенно долгосрочные ссуды. Со свертыванием выпуска продукции с большой долей добавленной стоимости (в два раза, по сравнению с 1990 годом) продолжала съезживаться и налогооблагаемая база. Таких источников пополнения бюджета, как монополия на ВЭД, алкоголь, табак, золото, драгоценные камни, Кремль и Белый дом лишились еще в первые годы реформ.

Средств на поддержание долговой пирамиды катастрофически не хватало. Для того чтобы она не обрушилась, правительство открыло доступ к операциям с рублевыми облигациями для зарубежных инвестиционных структур, увеличило заимствования на мировых рынках капи-

тала и у международных финансовых организаций, фактически не располагая адекватными средствами для их погашения.

В итоге в России вообще исчезли условия для инвестиций в реальный сектор экономики, нужда в которых заставляет выпускать акции. Сдерживали эмиссию экономический спад, низкая рентабельность и убыточность производств, узость внутреннего товарного рынка, а также потерянные внешние рынки, захваченные конкурентами. Предприятия были задушены налогами, кредитно-денежными лимитами. Финансовая политика властей совершенно не согласовывалась с потребностями товаропроизводителей. Зажатое в цейтнот острейшего бюджетного дефицита правительство не могло и не хотело делиться с промышленностью привлекаемыми ресурсами, которых российская экономика генерирует все меньше.

Продажа в пожарном порядке госсобственности, как правило, по заниженным ценам, не решила проблему текущих расходов федерального бюджета. Госпакеты акций приобретали не стратегические инвесторы, заинтересованные в эффективном долгосрочном управлении, а спекулянты – для перепродажи, в том числе конкурентам, которые тут же свертывали производство российских соперников под предлогом неблагоприятного делового климата в России. Подобных примеров было немало в химической, радиоэлектронной, целлюлозно-бумажной и других отраслях.

ОБЕСКРОВЛЕННАЯ ХОЗЯЙСТВЕННАЯ СИСТЕМА

Госзаимствования, действовавшие как мощнейшая помпа, привели к результатам, которых реформаторы не ожидали. Дренаж сбережений граждан через операции с гособлигациями Сберегательным и коммерческими банками уменьшил спрос населения на товары и услуги, подтачивая промышленность и сферу обслуживания сворачивать деловую активность. Вычерпывание казной средств вынудило предприятия сократить инвестиции и выпуск продукции, кредитные организации – не выдавать ссуды отраслям реального сектора, страховые компании – не минимизировать риски, пенсионные фонды – не обеспечивать платежи и индексацию пенсий, регионы – не рефинансировать и не модернизировать экономику.

Но реформаторы продолжали увеличивать займы, подгоняемые нехваткой средств для расчетов по госзаказам, зарплате и пособиям бюджетникам, по старым долгам. Мало того, что рынок госбумаг высосал из хозяйственного оборота все живые деньги (объем долгов в десять раз превысил агрегат М2), он наглухо перекрыл возможность для товаропроизводителей – от АПК до высокотехнологичной, наукоемкой промышленности – выступать эмитентами акций и облигаций. Предприятия

стали самофинансироваться с помощью неплатежей, бегства от налогов, ухода в тень, использования денежных суррогатов, сокращая доходы бюджета. В том же направлении действовала политика правительства. Аккумулируя средства через облигации, оно было вынуждено тратить их непроизводительно – на погашение уже выпущенных госбумаг. Когда расходы на это вдвое превысили все поступления в казну, она обанкротилась, оставив на шее государства гигантский долг. Только перед нерезидентами он достиг \$220 млрд и в полтора раза превысил ВВП (ноябрь 1999 года). Точно такой же сценарий навязывался всем развивающимся странам, начиная с 80-х годов.

Он оказался особенно разрушительным для российского рынка корпоративных ценных бумаг, где так и не появилась развитая инфраструктура, регистрационная, трансфер-агентская, депозитарная системы, информационная прозрачность и достоверная публичная отчетность на основе международных стандартов бухучета. Ничтожно число котируемых акций, депозитарных расписок. Низки профессиональная подготовка фондовиков, качество законодательной базы, защита прав инвесторов, этические нормы.

Наши фондовые биржи пребывают в плачевном состоянии. Они не стали крупными центрами торговли корпоративными бумагами. Отбор участников, финансовых инструментов, транспарентность, гарантии исполнения сделок, контроль над операциями не поднялись до западного уровня. Случись в России не конъюнктурный, как в 1999 году, а структурный экономический подъем, биржи и внебиржевая торговля, на которую приходится свыше 90% оборота, не смогли бы обеспечить необходимый перелив капитала между предприятиями, отраслями, секторами и регионами.

Аномальность российского рынка стала нормой. За рубежом акции эмитируются на фазе циклического подъема крепкими, перспективными корпорациями. В России акции выпускаются на стадии глубочайшего спада убыточными и полуживыми АО. Эффективно управляемые предприятия, как правило, не прибегают к эмиссии и банковским ссудам. Динамика котировок ценных бумаг абсолютно не зависит от текущего состояния, средне- и долгосрочных перспектив российской экономики, от того, хорошо или плохо функционирует акционерное общество, платит оно или нет дивиденды (они обычно составляют тысячные доли от рыночной стоимости бумаг). С учетом инфляции реальная доходность акций – отрицательная, в лучшем случае – нулевая. Поэтому фондовые инструменты интересуют только спекулянтов, зарабатывающих на курсовых скачках, а не стратегических инвесторов, которых привлекает стабильно растущая доходность активов.

Лишенный связей с реальным сектором, российский фондовый рынок (подобно банковской системе) не улавливает и не ретранслирует исходящие

от экономики сигналы, импульсы, а работает только на самого себя, что делает его еще более спекулятивным. Это в свою очередь привлекает со всего мира горячие деньги и одновременно не дает данному финансовому сегменту развиваться, получить прочную экономическую основу.

РОССИЙСКОЕ “ПОЛЕ ЧУДЕС”

Ослаблению фондового рынка очень помогло присоединение Кремля в 1997 году к статье восьмой устава МВФ, гарантирующей нерезидентам репатриацию прибыли из России. Тогда же Международная финансовая корпорация приступила к ежедневному исчислению индекса по российским акциям, то есть официально включила РФ в число нарождающихся рынков. Комиссия по ценным бумагам США разрешила нашим АО размещать в Соединенных Штатах американские и глобальные депозитарные расписки на российские акции. Заокеанским финансовым институтам позволили предоставлять кастодиальные услуги российским компаниям. Все это сняло последние препятствия для инокапитала, который стал главным игроком на отечественном фондовом рынке, но более мощным и опытным.

Напрямую и через подставные структуры иностранцы (преимущественно американские инвестбанки и фонды) установили полный контроль над торговлей “голубыми фишками”, акциями второго и третьего эшелонов. Используя отработанные в других развивающихся странах фондовые, политические и PR-технологии, зарубежные спекулянты легко, играючи, в 100-150 раз поднимали рыночные курсы акций по сравнению с действующей на Западе ставкой процента. По оценке инвестиционного банка “Морган Стэнли” (США), в 1997 году (пик фондового бума в России) прирост индекса РТС в 2,5 раза превышал темпы роста индекса других нарождающихся рынков, в 4,3 раза – европейского, в 6 раз – общемирового.

Такой же была и неустойчивость российского фондового рынка. Это позволяло снимать с отечественного “Поля чудес” и репатриировать фантастические прибыли. Именно так в 1996-1997 годах капитализация нашего рынка корпоративных бумаг была раздута с \$50 млрд до \$200 млрд, что не имело никакого отношения к реальной ситуации в экономике. Российское производство, которому только для обновления половины основных фондов требовалось \$2 трлн, не получило ничего.

Не привлекая и не обслуживая инвестиции, российский рынок корпоративных бумаг остается по мировым меркам микроскопическим, неглубоким, с низкой сопротивляемостью, уровнем поддержки. Любой крупный его участник даже малыми средствами может радикально изменить динамику фондового индекса, поднять или обрушить котировки. В 1997 году в суммарном объеме операций доля всего трех инвестиционных институтов – “Креди Сюисс Ферст Бостон”, “Ренессанс капитал” и

“Тройка диалог” – составляла 54%. В Российской торговой системе 9/10 оборота приходилось на 30 инвесторов. Аналогичная ситуация была с торгуемыми бумагами. В отдельные периоды до кризиса 17 августа 1998 года на акции, скажем, Лукойла приходилось до 40% сделок, а вместе с еще тремя “голубыми фишками” – до 75%.

Такая особенность российского рынка обрекла его на неадекватные реакции, которые могли не иметь ничего общего с действительным положением в нашей экономике или в мировой финансовой системе. Для паники, лавинообразного обвала хватало пустяка. Например, массированного сброса ценных бумаг каким-либо участником, которому подошел срок платежа по коммерческой ссуде, по операции РЕПО или для закрытия квартального баланса.

Подавляющее присутствие на рынке нерезидентов (как поставщиков капитала и операторов) сделало его исключительно зависимым от информации из мировых финансовых центров. Именно ожидания, связанные с колебаниями индекса Доу-Джонса, влияют на поведение и решения фондовиков в России, а не российские макроэкономические и корпоративные показатели. Особенно ярко этот односторонний характер воздействия проявился в ходе международного финансового кризиса 1997-1998 годов. По оценке экспертов, события на мировом рынке (в первую очередь на Нью-Йоркской фондовой бирже) воздействовали на российский в 12 раз сильнее, чем наша ситуация влияла на мировую.

В силу описанного выше характера российского рынка корпоративных бумаг, подобные встряски, какими бы сильными они ни были, не перестраивают, не оздоравливают его, так как для этого нет внутренних и внешних предпосылок. Он не способен конкурировать с рынками гособлигаций и СКВ. Именно между двумя последними в России происходит основное соперничество. Если объемы сделок на них увеличиваются, то в первую очередь за счет рынка корпоративных фондовых инструментов, где обороты сразу падают.

Отставка, похожая на бегство, главы Федеральной комиссии по ценным бумагам Д. Васильева – официальная констатация полного провала реформаторов как теоретиков и практиков российского фондового рынка. Подобно банковской сфере, его предстоит строить заново. Делать это придется одновременно с глубоким структурным реформированием реального сектора, институтов собственности, страховых и гарантийных механизмов, законодательства, чтобы вновь создать надежную систему обратных связей, повысить устойчивость финансового сектора. Работа займет десятилетия, но только так можно получить быстрые результаты, сохранить открытым и привлекательным отечественный рынок ценных бумаг, экономику страны в целом.

ДУМАТЬ О ЗАВТРАШНЕМ ДНЕ

В отличие от финансовых спекулянтов, интерес стратегических инвесторов к России стабилен, масштабы их бизнеса пусть медленно, но постоянно растут. Появляются новые желающие открыть для себя российский рынок. В ноябре 1999 года суммарная величина накопленных за постсоветское время прямых вложений зарубежного капитала в реальный сектор составила \$12 млрд, или 2,4% от ежегодно расходовемых в мире инвестиций за границей (\$500 млрд).

Какие компании вызывают интерес в первую очередь? Предпочтение отдается тем, у кого лучше активы, менеджмент, выпускаемая продукция и предоставляемые услуги, налаженный сбыт, в том числе за границей, большая доля на рынке, надежная репутация. Прежде чем добираться до таких партнеров, зарубежному вкладчику капитала приходится преодолеть немало препятствий, пройти трудную адаптацию к российскому рынку, который переживает очень болезненную трансформацию.

За постсоветские годы в России не появилось развитое, работоспособное рыночное законодательство, его судебное-правовое обеспечение. Отсутствуют частное, корпоративное и контрактное право, эффективный арбитраж, защита прав акционеров и инвесторов. Нет финансовой прозрачности, что характерно для всех нарождающихся рынков, а для российского особенно. Остро не хватает знаний о методах финансирования производства. Самый распространенный способ – брать в долг. При этом никто не заботится о своевременном погашении обязательств. Все нацелены на быстрое, немедленное обогащение. Мало кто думает о завтрашнем дне, о доходах через три-пять лет.

В российских компаниях слаб управленческий опыт. Большинство менеджеров не умеют руководить предприятиями в условиях рынка. Почти не практикуется долгосрочное планирование. Как правило, бизнес строится только на ближайшую перспективу на том основании, что политическое руководство и экономическая ситуация в нынешней России абсолютно непредсказуемы. Серьезную проблему представляют коррупция, хищение средств, бегство капиталов за границу, уход финансовых и материальных потоков в теневой сектор, где по некоторым оценкам создается не менее 75% ВВП.

На многих предприятиях царят хаос и неразбериха, никто ни за что не отвечает, границы ответственности размыты. Не ясно, кому принадлежит право принимать решения, подписывать документы. Такой порядок пронизывает экономику, общество сверху донизу. Когда нужно заключить договор о капиталовложениях, инвестору кроме президента и вице-президентов АО требуется обойти около десятка департаментов, отделов, а также министерств и ведомств. В России плохо приживается практика делегирования полномочий, прямой ответственности за исполнение решений.

Главная беда российского делового и правительственного истеблишмента в непонимании, что время – деньги. Когда иноинвестор под проект берет кредит в банке, немедленно включается счетчик по начислению процентов. Он работает по простому принципу: занимаешь на короткий срок – ставка ниже, на долгий – выше. Это премия за время, и именно по данной причине оно – деньги. Если его тратить непроизводительно, например, на хождение по коридорам и разговоры с руководителями, не имеющими полномочий, иностранный вкладчик капитала теряет финансовые ресурсы, положение на рынке.

РАСКРЫВАТЬ ПОТЕНЦИАЛ АКЦИЙ

Какова в подобных условиях стратегия успеха для иноинвестора в РФ? Этой теме посвящено множество книг и статей, из которых можно составить солидную библиотеку. Вот несколько самых общих советов, основанных на практике зарубежных бизнесменов и автора этих строк.

Категорически избегать совместных предприятий. По ним в России накоплен самый негативный опыт: затяжные конфликты интересов, попытки подмять под себя инопартнеров либо вообще выбросить их из дела. Многие СП просто не работают. Желательно с первых контактов нацеливаться на полноправное корпоративное участие как акционера. Однако здесь следует учитывать ряд российских особенностей.

Привлечение капитала – очень болезненная проблема для российских владельцев АО. Особенно когда им предлагают не кредит, а продажу части акционерного капитала, выпуск новой эмиссии или уступку всей компании целиком. Акционеры и менеджеры смертельно боятся утратить собственность, власть, контроль, должности, деньги. Многим иноинвесторам приходится втягиваться в нескончаемые тяжбы и споры вокруг полномочий, прав и обязанностей. Исключительно важно поэтому заранее обрести полную уверенность в российских компаньонах, в понимании ими общих интересов и задач, чтобы ясно представлять, сотрудничать с ними или нет. Иначе рано или поздно проект развалится.

В России корпоративное строительство сильно отличается от зарубежной практики. У нас акции обеспечивают только две вещи: дают право на дивиденды и на контроль над компанией. На Западе акции представляют: 1) финансовый левиредж (соотношение между собственным и заемным капиталами), 2) богатство, прирост стоимости для акционеров, 3) ликвидность, 4) средство привлечения финансовых ресурсов для корпорации, 5) права акционеров. Задача иноинвестора в том, чтобы убедить руководителей и владельцев российских АО: роль акций не может ограничиваться двумя функциями, а должна реализовать свой потенциал полностью.

Сегодня подавляющая часть наших предприятий в таком отчаянном положении, что они заранее готовы принять условия иноинвестора,

если при этом будут погашены долги перед бюджетами, внебюджетными фондами, персоналом, контрагентами. На переговорах западному бизнесмену кажется, что он замечательный оратор и сумел выжать из будущих партнеров, все что хотел. Каждый вкладчик капитала должен быть достаточно трезвым и знать свои лимиты, истинную цену податливости будущих российских компаньонов, находящихся в экстремальной ситуации, и никогда не взваливать на себя неподъемное бремя. На практике эту грань крайне трудно заметить. Иноинвестор выкладывает, например, \$2 млн за 5-процентный пакет, затем для покупки еще 25% просит свой банк открыть кредитную линию на \$10 млн. Кредитному комитету он объясняет, как “взял русских тепленькими”, какое это “потрясающее приобретение”. И не сознает, что говорит глупость, поскольку в действительности вождеденное АО не в состоянии переварить и \$100 тыс.

Большинство западных принципов и подходов не применимы в России. Скажем, “дью дилидженс” (буквально: “должная проверка”), то есть комплекс мероприятий по оценке инвестиционного проекта, защите от рисков, мониторингу и контролю. Очень часто даже самые осведомленные российские управленцы не знают всей правды о своем производстве, так как в нашей стране сложно внедрять западные стандарты бухучета и отчетности, получать достоверную информацию о структуре затрат, по другим важнейшим вопросам. Как бы иноинвестору ни нравился проект, ни в коем случае нельзя браться за него, если нет полной уверенности во всех деталях сделки, представления о том, как вывести из нее вложенные средства.

ПРЕДЕЛЬНЫЙ КОНСЕРВАТИЗМ В ОЦЕНКАХ

Самая лучшая тактика – предельный консерватизм в оценках, ориентация на худший вариант развития событий, **упреждающие меры страхования от рисков**. Немало зависит от консультантов, привлекаемых к инвестиционной сделке. Не стоит надеяться на промышленных экспертов из западных инвестиционных банков и фондов. Большую пользу принесут специалисты по оборудованию и технологиям, способные дать квалифицированное заключение о реальном состоянии приобретаемых производственных фондов, что из них устарело, а что можно эксплуатировать.

Другое препятствие, о котором разбилось множество инвестиционных проектов – недостаточное внимание западного вкладчика капитала к учредительским документам российского АО. Настоятельная рекомендация иноинвесторам: становясь акционером, обязательно добейтесь составления нового учредительского договора и устава акционерного общества. Тщательно проверьте каждую строку, пункт, параграф и статью, касающихся ваших прав как члена АО. Соответствующие коррективы следует внести в другие документы АО и приложения к ним, чтобы убе-

речься от неожиданностей. По крайней мере один из членов правления (совета директоров) акционерного общества должен быть личным представителем иноинвестора. Не обязательно получать контрольный пакет акций, достаточно блокирующего, если зарубежный компаньон знает, как им пользоваться.

Прежде, чем инвестировать в акционерный капитал российской компании, от нее необходимо получить ТЭО, бизнес-план, включающий маркетинговый, производственный, организационный, финансовый планы, а также оценку всех возможных рисков и предложения по их минимизации. Нужно досконально изучить структуру АО, хозяйственную среду, в которой оно работает, чтобы знать сколько денег потребуется в ближайшие годы. Не пускать капиталовложения на самотек. Скрупулезно отслеживать расходование каждого цента. За это должен персонально отвечать специальный менеджер по инвестициям.

Желательно инициировать немедленный переход российского АО на международные стандарты бухгалтерского учета и отчетности, аудита, без чего невозможно привлечь дополнительный зарубежный капитал, которому требуется полная финансовая прозрачность. Во главе финансового блока поставить менеджера, получившего западное образование и разбирающегося во всех тонкостях современных корпоративных финансов. Традиционный (советский) опыт российских бухгалтеров не годится.

Для создания новой стоимости используются сотни техник, основанных на совершенствовании управления, технологии, эффективности производства, качества продукции и услуг, рыночной стратегии. Все они применяются и в России. Успех западного вкладчика капитала невозможен без формирования и подготовки команды российских менеджеров. Когда, например, "Дойче телеком" приступала к инвестициям в столичную МГТС, уже на начальной стадии встал вопрос, как добиться устраивающего немцев качества работы, управления ресурсами, техникой, а также стратегического планирования, маркетинга и общего руководства. Из ФРГ в Москву была направлена группа из 30 специалистов для кураторства и реализации программы. Вскоре для сокращения издержек (консалтинговые услуги в Германии очень дороги) и повышения эффективности проекта пришлось срочно подготовить российских менеджеров высшего и среднего звена. В конце концов они заменили немецких советников, из которых осталось только двое.

«НАЛИЧНЫЕ ВСЕГДА ЛУЧШЕ»

Мотивация и вознаграждение российского персонала – другая ключевая проблема для иноинвесторов. В России почти целое столетие отсутствовали, всячески искоренялись нормальные, по западным понятиям, оплата и премирование работников, предпринимателей, чиновников. Широко практикуются неофициальные системы бонусов и зарплатные

схемы, позволяющие снижать фискальное бремя. Как показала практика, используемое на Западе ESOP – предоставление служащим права владеть акциями компании и участвовать в ее прибылях – не привлекательно в качестве стимула в нашей стране. Для этого АО должно производить очень ходовой, доходный товар или услугу. В России нет таких компаний и ценных бумаг, имеющих достаточную привлекательность, ликвидность, надежность. Поэтому, чтобы спать спокойно и быть уверенным в российских менеджерах и сотрудниках, зарубежным инвесторам приходится тратить до 20% времени и сил на поиск соответствующих форм поощрения.

В России работников больше вдохновляют выплаты наличными, чем осознание того, что оборот акций их компании, скажем, на Нью-Йоркской фондовой бирже достиг десятков миллионов долларов. Возникает другая сложность – опасность переплаты. Когда иноинвестор предлагает директору фабрики оклад \$2 тыс. плюс премию \$15 тыс. по результатам работы при существующем объеме продаж \$50 млн, и тот соглашается, то одно из двух: либо он полный непрофессионал и ему нечего делать в бизнесе, либо – вор. Иначе трудно понять, почему способный менеджер дает согласие на подобные условия.

В каждом конкретном случае западный вкладчик капитала обязан досконально разобраться в мотивации приглашаемого российского управленца, его семейных обстоятельствах, карьерных планах, прежде чем предлагать достойную оплату. Если выяснится, что для данного человека она завышена, потом будет нелегко ее понизить, поскольку руководитель глубоко вовлекается в дело. В 99 случаях из 100 при крупных стратегических инвестициях производство приходится реструктурировать, чтобы могли функционировать технология и оборудование, предоставленные зарубежным партнером. Результаты напрямую зависят от материальной и моральной заинтересованности нанятого менеджера.

Особый вопрос – профилактика и предотвращение хищений, ставших серьезной проблемой для бизнеса в России. Когда механизм компенсации не работает, воровство неизбежно и его невозможно проконтролировать. Грамотный иноинвестор считает так: когда обнаруживается кража, это прежде всего его ошибка и только потом недосмотр менеджеров. Наибольшую трудность для мониторинга представляет сфера купли-продажи, где обращаются крупные суммы “живых” денег. Какими бы хорошими ни были технологии надзора, какими бы изобретательными и частыми ни становились карательные меры, все они бесполезны. Зарубежный компаньон никогда не отследит перемещение каждого рубля или доллара, не сумеет оперативно оценить, как из АО утекают те или иные потоки наличности, присутствует ли “черный откат”. “Способному” работнику достаточно двух-трех месяцев, чтобы увидеть, где, не рискуя, из компании можно уводить ресурсы. Существуют, одна-

ко, приемы, позволяющие если не искоренить, то хотя бы уменьшить ущерб от воровства. Например, ротация кадров, дробление ответственности, внутренний аудит и служба безопасности, щедрое вознаграждение за труд, формирование командного духа у руководителей и служащих.

НЕ СЛЕДОВАТЬ ЗА ЦИКЛОМ

Чтобы преуспеть в России, иностранный инвестор должен хорошо знать ее экономику. В каждой национальной хозяйственной системе есть главные несущие конструкции и потенциал, который при благоприятных условиях позволяет совершать промышленные и технологические прорывы, на равных конкурировать с развитыми державами. Важно также чувствовать, когда именно следует вкладывать капитал. Скажем, воздержаться от этого, когда макроэкономические циклические кривые идут вниз, сигнализируя о стагнации, которая может затянуться на жизнь целого поколения.

Россия, конечно, реформируется медленней, чем Китай или Вьетнам. Но в ней уже создана производственная и научно-техническая инфраструктура (пусть пока неэффективная), велики природные ресурсы, высок образовательный уровень. Главное для зарубежного инвестора – не опоздать с капиталовложениями, учитывая способность к скачкообразному развитию нарождающихся рынков, в том числе российского.

Спад производства в России наблюдается с 1991 года и неизбежно сменится подъемом. Его предвестником и сигналом для иноинвесторов служит рост импортозамещения, простимулированный четырехкратной девальвацией. Так происходило во всех развивающихся государствах. В России это случилось с 6-7-летним опозданием. Но именно импортозамещение начинает формировать наш рынок. Высокие мировые цены на энергоносители, сырье приносят временный успех. На них нельзя построить процветание и могущество экономики. Она не должна зависеть от конъюнктуры. Нефть не будет вечно стоить 22-23 доллара за баррель.

Стратегический инвестор на российском рынке обязан, если хочет добиться результата, на один-два года опережать движение экономического цикла, создавать стоимость раньше, чем это делают другие. Вложения капитала в сегодняшние высокие технологии, например, завтра устареют, когда соперник закупит за рубежом оборудование, технику нового поколения. Он получит конкурентное преимущество перед тем, кто уже истратил крупные суммы на поддержание действующих мощностей. То есть, следуя за тенденцией, иноинвестор всегда будет отставать и переплачивать.

Предпочтительней иной сценарий: опережать складывающийся тренд на основе ясных представлений, как работает и куда движется российская экономика. К 2015 году ее будут вытягивать несколько отраслей. Во-первых, легкая промышленность, опирающаяся на мощный агро-

промышленный комплекс. Оживление любого нарождающегося рынка начинается с потребительского спроса, который удовлетворяет легкая индустрия. Другим локомотивом станет сектор финансовых услуг – сильные банки, страховые и лизинговые компании. Далее последуют тяжелое машиностроение, производство автомобилей, самолетов, тракторов, бульдозеров, железнодорожного парка. За ним наступит черед секторов услуг и высоких технологий. По такому сценарию поднимались на ноги все развитые западные страны, включая Соединенные Штаты.

ИЕРАРХИЯ ПРИОРИТЕТОВ

Какие конкретно предприятия представляют интерес для иностранных инвесторов в ближайшие три года? Интересна сама иерархия приоритетов, исходя из объема затрат, рентабельности, сроков окупаемости, которую сегодня выстраивают для себя зарубежные вкладчики капитала в России. В порядке убывания это:

1) импортозамещающее производство продуктов питания, напитков, упаковки, стеклотары, строительных материалов; последнее считается особенно перспективным, принимая во внимание строительные, ипотечные, ризлторские и девелоперские программы, запускаемые правительствами многих субъектов Федерации на ближайшие 10-15 лет и более отдаленную перспективу 25-50 лет; конечно, многое зависит от платежеспособности населения, процентной ставки, качества менеджмента, других важных условий, но любая такая программа стимулирует производство широкой гаммы изделий – от кирпича, стекла и цемента до комплектующих, оборудования и техники;

2) текстиль, керамика, пластические материалы, лекарства;

3) складское оборудование, телекоммуникации;

4) бумага, целлюлоза, мебель;

5) средства массовой информации, переживающие настоящий инвестиционный бум;

6) индустрия развлечений;

7) банки, страхование и другие финансовые услуги, особенно лизинг; у многих российских предприятий появились деньги, и аренда оборудования помогает быстро переоснастить производство, обновлять и удешевлять ассортимент выпускаемой продукции, не влезая в неподъемные долги;

8) добыча нефти, производство нефтепродуктов, создание инфраструктуры по их доставке и реализации потребителям; все крупнейшие нефтяные компании в России верстают перспективные планы, под которые подстраиваются ведущие западные инвестиционные банки; в секторе сохраняется большая подушка рентабельности, несмотря на рост внутренних цен и издержек; для его реструктуризации и модернизации освое-

ния новых месторождений потребуются крупные капиталовложения; это касается и газовой отрасли;

9) средства транспорта, медицинское оборудование, а также высокотехнологичная, наукоемкая продукция; качество производимых в России чипов на 10-15 лет отстает от западного уровня, но они годятся для других развивающихся рынков, например, Юго-Восточной Азии, где их используют в производстве микрокалькуляторов, игрушек, что обеспечивает иноинвестору неплохой “кэш-флоу”; сейчас наблюдается большой приток инопкапитала в российские компании, выпускающие элементную базу второго, третьего и четвертого поколений, необходимую ВПК; поэтому микроэлектроника – очень перспективный бизнес в России; этому было посвящено специальное заседание правительства 17 ноября;

10) нефтехимия, производство инструментов, станкостроение;

11) компьютеры, программное обеспечение.

Западному инвестору важно избавиться от некоторых стереотипов, которые весьма распространены, скажем, в Нью-Йорке, Лондоне или Риме. Например, о том, что в России все гораздо дешевле, чем в других странах – энергия, сырье, рабочая сила, товары и услуги. Профессионализм стратегического инвестора заключается в покупке не дешевых активов, а таких, которые помогают создавать стоимость, производить конкурентоспособную продукцию. Если активы дороги, они могут представлять еще большую ценность, за которую не жалко переплатить в три-четыре раза. Ведь среди российских предприятий немало технологически развитых, современных производств. При небольшой реструктуризации они быстро могут стать глобальными, выйти в мировые лидеры.

А. Нещадин,

кандидат социологических наук,

исполнительный директор Экспертного института

ЭКОНОМИЧЕСКИЙ РОСТ И КАДРОВЫЙ ПОТЕНЦИАЛ РОССИИ

Сегодня значительное количество самых разнообразных экономических служб дают свои прогнозы о возможности России обеспечить экономический рост. Возникает активный спор по вопросу того, каких темпов этого роста мы можем достигнуть в ближайшее время.

На смену более осторожным цифрам в 1-2% прироста в год, которые предрекали в середине прошлого года практически все аналитики, приходит мнение, что есть возможность достичь роста в экономике на уровне 5-8%. Так считают наиболее «продвинутые» оптимисты. Однако вопросы, которые остаются вне поля зрения экономистов и на которые хотелось бы обратить более пристальное внимание, – это вопросы организации труда и кадрового потенциала.

Уже всем давно понятно, что необходимо выводить устаревшие основные фонды, необходимо инвестировать деньги в производство, необходимо по-новому организовывать работу, но вне поля зрения остается вопрос – с каким человеческим потенциалом мы будем эту работу выполнять? Складывается впечатление, что прогнозы рассчитаны на среднестатистическое государство, которое будет все это реализовывать в безвоздушном пространстве. Задача, которая стоит перед страной, особенно в промышленности (а мы должны признать, что основой экономического роста России будет именно промышленность и сфера услуг, в том числе информационных), может быть решена только при обладании кадровым потенциалом, который реально может обеспечить развитие экономики. В чем же плюсы и минусы того кадрового потенциала, которым располагает Россия?

Городское и сельское население как поведенческие категории. Надо отметить, что урбанизация России прошла в очень короткий промежуток времени, притом достаточно быстрыми темпами. Нужно вспомнить, что в 20-е годы соотношение деревенского населения и городского было 70% к 30%. Уже к 80-му году это соотношение изменилось и составляло 70% городского населения и 30% деревенского. Таким образом практически за 50 лет, в силу тех или иных обстоятельств, была совершена значительная и беспрецедентная миграция сельского населения в города.