

**Лаборатория анализа финансовых рынков (ЛАФР)
НИУ «Высшая школа экономики»**

**Россия в мировом финансовом сообществе:
присоединение России к ОЭСР.
Нужны ли финансово-правовые ограничения
на движение капитала?**

докладчик: Теплова Т.В., д.э.н., профессор, руководитель ЛАФР



Предпринимаемые меры по либерализации: шаги навстречу требованиям ОЭСР

Обязательство	Предпринятые меры	Наши рекомендации
<p>1. При принятии инвест. политики, касающейся вопросов национальной безопасности, следует соблюдать принципы:</p> <ul style="list-style-type: none">• отсутствия дискриминации;• пропорциональности мер (использовать предварительное согласование сделок как резервную меру);• прозрачности (публиковать решения по сделкам)	<ul style="list-style-type: none">• Увеличена максимальная доля иностраннх инвесторов в хозяйственных обществах, имеющих стратегическое значения для обеспечения безопасности (с 10% до 25%).• Отменено предварительное согласование сделок с участием международных фин. организаций, с которыми РФ заключила международные договоры	<ul style="list-style-type: none">▪ Принять обязательство с оговоркой, соответствующей действующему законодательству: сделки, в результате которых иностранные инвесторы приобретают право распоряжаться более чем 25% голосов в стратегических предприятиях подлежат обязательному согласованию• Публиковать решения по сделкам с указанием причин отказа
<p>2. Привести методологию учета прямых иностранных инвестиций в соответствие с Базовым определением ОЭСР: прямое инвестирование – с целью установления длительного интереса и долгосрочных отношений с предприятием. Длительный интерес = владение 10 и более процентами голосов</p>	<ul style="list-style-type: none">• Действующее определение прямой иностранной инвестиции кардинально не противоречит Базовому определению (приобретение 10% долей в капитале, либо вложение капитала в основные фонды филиала ЮЛ-нерезидента)• Обязательство включено в план законодательной работы	<ul style="list-style-type: none">• Принять обязательство.• Внести изменения в существующие методики сбора статистики по прямым инвестициям, используемые Банком России и ФСГС с целью взаимной согласованности данных (сейчас различен охват данных)



Предпринимаемые меры по либерализации: шаги навстречу требованиям ОЭСР

Обязательство	Предпринятые меры	Наши рекомендации
<p>3. Либерализация доступа внутренних эмитентов на иностранные рынки:</p> <ul style="list-style-type: none">• снять количественные ограничения: за рубежом можно размещать не более 25% от общего числа акций (50% от нового выпуска);• отменить требование о получении предварительного разрешения ФСФР	<ul style="list-style-type: none">• Проект приказа ФСФР по повышению норматива размещения до 100% (кроме стратегических предприятий)• Меры по возвращению российских эмитентов на национальный рынок: эмитенты, акции которого прошли листинг на одной из бирж из перечня, сможет получить листинг на российских биржах	<ul style="list-style-type: none">▪ Принять обязательство с оговоркой: оставить в силе требование о предварительном разрешении, норматив 100% не применять к стратегическим предприятиям
<p>4. Либерализация допуска иностранных ценных бумаг на российский фондовый рынок:</p> <ul style="list-style-type: none">• снять ограничения на допуск ценных бумаг (список стран и организаций);• пересмотреть требования к документам, представляемым для регистрации выпуска ценных бумаг нерезидентами	<ul style="list-style-type: none">• Эмитент, акции которого прошли листинг на одной из бирж из перечня, сможет получить листинг на российских биржах (ранее только для стран ОЭСР, ФАТФ, Манивэл, либо по соглашениям о взаимодействии)• Если бумаги прошли листинг за рубежом, то достаточно раскрытия информации в объеме, предусмотренном иностранной биржей	<ul style="list-style-type: none">• Принять обязательство.
<p>5. При заключении соглашений об избежании двойного налогообложения исключить из определения «бенефициарный собственник» посредников</p>	<ul style="list-style-type: none">• При привлечении иностранной SPV (агента) к выпуску еврооблигаций пользоваться льготами по соглашению (в отношении процентов в пользу SPV) неправомерно	<ul style="list-style-type: none">• Принять обязательство



Нерешенные вопросы: преимущества принятия обязательств

ОБЯЗАТЕЛЬСТВО	ПРЕИМУЩЕСТВА
1. Отмена квот на привлечение иностранного капитала, отмена запрета на создание филиалов нерезидентов в банковском и страховом секторе (50% квоты на долю нерезидентов в совокупном уставном капитале)	<ul style="list-style-type: none">• Развитие конкуренции в финансовом секторе, внедрение инноваций, повышение качества и снижение стоимости услуг.• Стимулирование долгосрочных инвестиций за счет развития страхового сектора.• Рост инвестиций в реальный сектор экономики за счет появления новых кредиторов – иностранных банков.
2. Установление единых резервных требований по обязательствам банков перед резидентами и нерезидентами	<ul style="list-style-type: none">• Увеличение денежного предложения и снижение процентных ставок, что будет являться стимулирующей мерой для экономики.
3. Снятие запрета на размещение и обращение облигаций Банка России среди нерезидентов	<ul style="list-style-type: none">• Не выявлено
4. Либерализация допуска иностранных ценных бумаг для коллективных инвестиций на внутренний рынок: снятие ограничений на состав активов инвестфондов и НПФ	<ul style="list-style-type: none">• Расширение возможностей инвесторов по диверсификации портфеля, и, как следствие, снижение рисков• Повышение доверия инвесторов и увеличение инвестиций в российские фонды• Увеличение устойчивости российских фондов к локальным кризисным явлениям



Нерешенные вопросы: риски принятия обязательств

ОБЯЗАТЕЛЬСТВО	ДЕКЛАРИРУЕМЫЕ РИСКИ	НАШЕ МНЕНИЕ
1. Отмена квот на привлечение иностр. капитала и запрета на создание филиалов нерезидентов в банковском и страховом секторе	<ul style="list-style-type: none">• Вытеснение средних и мелких банков и страховщиков вследствие роста конкуренции.• Увеличение зависимости рос. фин. рынка от колебаний на мировых рынках.• Риск появления в РФ филиалов иностранных организаций с недостаточным уровнем устойчивости и платежеспособности.	<ul style="list-style-type: none">• Количество банков и страховщиков избыточно и в настоящее время сокращается.• Возможно разрешить создание филиалов по истечении переходного периода при соблюдении строгих ограничений (например, ограничения на ведение розничного бизнеса, требования к соблюдению правил Базель III). <p>Примечание. По условиям ОЭСР невозможно разрешить допуск филиалов нерезидентов только из стран-членов ОЭСР</p>
2. Единые резерв. требования по обязательствам банков перед резидентами и нерезидентами	<ul style="list-style-type: none">• Принятие российскими банками избыточных валютных и страновых рисков.• Приток в Россию спекулятивного капитала и повышенный риск его оттока в кризис.• Рост инфляции (в среднесроч. перспективе).	<ul style="list-style-type: none">• Приток капитала является одним из условий создания международного фин. центра в России.• Повышенные требования по обязательствам перед нерезидентами обусловлены сырьевой ориентированностью рос. экономики, следует принимать меры для ее преодоления.
3. Снятие запрета на размещение и обращение облигаций Банка России среди нерезидентов	<ul style="list-style-type: none">• Риск того, что инструмент денежно-кредитной политики станет неэффективен: покупка бумаг нерезидентами приведет к повышенному притоку капитала в экономику и будет действовать против целей стерилизации ликвидности.• Риск валютных спекуляций	<ul style="list-style-type: none">• Оценка рисков представляется адекватной• Для повышения эффективности инструмента можно разрешить его покупку российским страховым организациям и пенсионным фондам
4. Либерализация допуска иностранных ценных бумаг для коллективных инвестиций на внутренний рынок	<ul style="list-style-type: none">• Риск оттока капитала из России, сильные колебания инвестиций в российскую экономику со стороны фондов коллективных инвестиций• Риск финансовой нестабильности	<ul style="list-style-type: none">• По сравнению с докризисным 2007 г. уже предприняты меры либерализации• Рекомендуется ввести переходный период, во время которого оставить действующие ограничения в силе, чтобы уменьшить отток капитала

Допуск нерезидентов в финансовый сектор: опыт зарубежных стран

- Отмена ограничений (квот) на привлечение иностранного капитала и создание филиалов иностранных организаций в банковском и страховом секторе

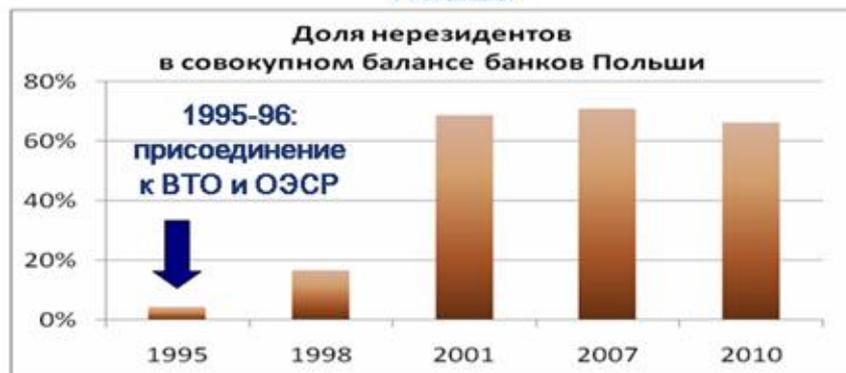
2012 г. – установлены 50% квоты на совокупную долю иностранных инвестиций в уставном капитале банков и страховых компаний. До этого: в банковском секторе квота не установлена, в страховом секторе 25%.



Доля банковских активов в ВВП (2012):

- 76,3% - Россия,
- 300% - в среднем по ЕС;
- 150-170% - Китай, Бразилия;
- 80-100% - Польша, Словакия, Украина

Польша



Составлено по источникам: 1) Х.Жуковска. «Иностранный капитал в банковской системе Польши». // Банки: мировой опыт. №2, 2003 г. Польша, Люблин. 2) «Обзор банковского сектора в странах Восточной Европы и СНГ». Центр макроэкономических исследований Сбербанка. 2012

Китай

- ✓ 2001 – вступление в ВТО с 3-летним переходным периодом
- ✓ 2003 – установление 25% квот на участие иностранного капитала в уставном капитале национальных банков
- ✓ 2006 - открытие рынков с сохранением жестких ограничений на деятельность филиалов компаний-нерезидентов

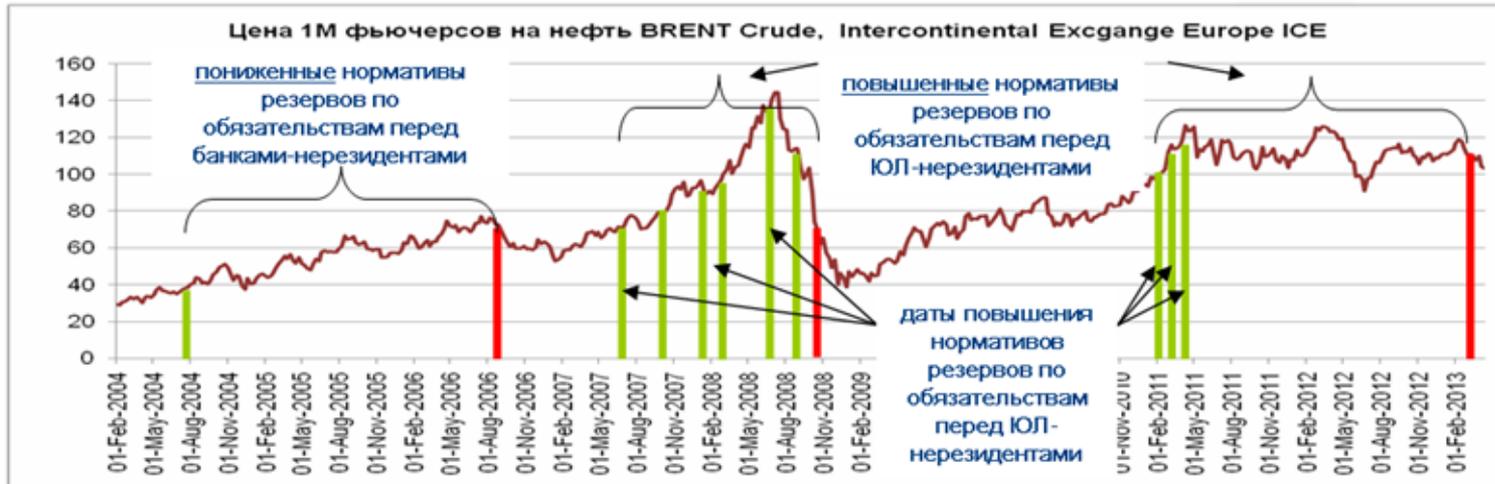


2001-2010 гг.: доля иностранных банков в совокупных активах не превышает 3% в среднем по стране

Источник материалы сайта ЦБ Китая. cbr.gov.cn

Причины установления повышенных резервных требований по обязательствам банков перед нерезидентами

- Установление единых резервных требований по обязательствам кредитных организаций перед резидентами и нерезидентами. Причина – стремление ограничить приток спекулятивного капитала





Облигации Банка России (ОБР) как инструмент денежно-кредитной политики

Цели использования

Как правило, облигации Центробанков **активно используются** в странах, где не развит рынок гос. долга, **либо в условиях устойчивого бюджетного профицита** (если эмиссия гос. облигаций осуществляется лишь для формального поддержания рынка гос. долга). Также используются **в качестве инструментов предоставления ликвидности** (рефинансирования)

Мировой опыт

- **Китай** – для стерилизации избыточной ликвидности, поступающей в результате профицита платежного баланса. Объем облигаций в обращении – около 9% от денежной массы (M2)
- **Чили** – для регулирования ликвидности и воздействия на уровень процентных ставок на межбанковском рынке. Держатели - банки, финансовые компании, страховщики, УК пенсионных фондов.
- **Польша** – для предотвращения укрепления курса национальной валюты (до введения евро) на фоне профицита платежного баланса

*Источник: «Облигации Центрального банка - актуальный инструмент регулирования».
Корзун А.А. //Международные банковские операции, 2006, №6.*

Эффективность инструмента

Максимальная эффективность – если конечными держателями являются домохозяйства и некредитные организации.

НО: Если среди держателей велика доля нерезидентов, то эффективность использования инструмента снижается.

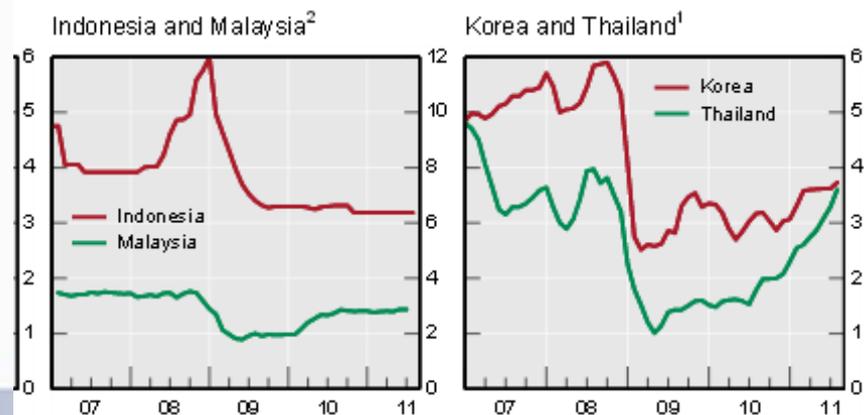
В Индонезии и Малайзии доля нерезидентов среди держателей: 20%-50%, в Корее и Тайланде: 1%-16%.

Для Индонезии и Малайзии – плоские кривые процентных ставок после 2009 г.

*Источник: «On the Use of Sterilisation Bonds in Emerging Asia».
A.Mehrotra. Bank for International Settlements. 2012.*

Yields on central bank bonds and bills

In per cent



Либерализация допуска иностранных ценных бумаг для коллективных инвестиций на российский рынок

1. Во многих странах ОЭСР существуют количественные ограничения на вложения ПИФ и НПФ в иностранные ценные бумаги.

2. Часто одним из требований является принадлежность эмитентов иностранных ценных бумаг к странам ОЭСР.

3. Мировой опыт - НПФ

Польша. До 2013 г. – 5% порог на вложения НПФ в иностранные ценные бумаги. В настоящее время обсуждается постепенное повышение данного порога до 30% к 2021г.

Венгрия – 20% лимит на инвестиции НПФ в бумаги стран, не являющихся членами ОЭСР.

Мексика – 20% лимит на инвестиции НПФ в иностранные ценные бумаги.

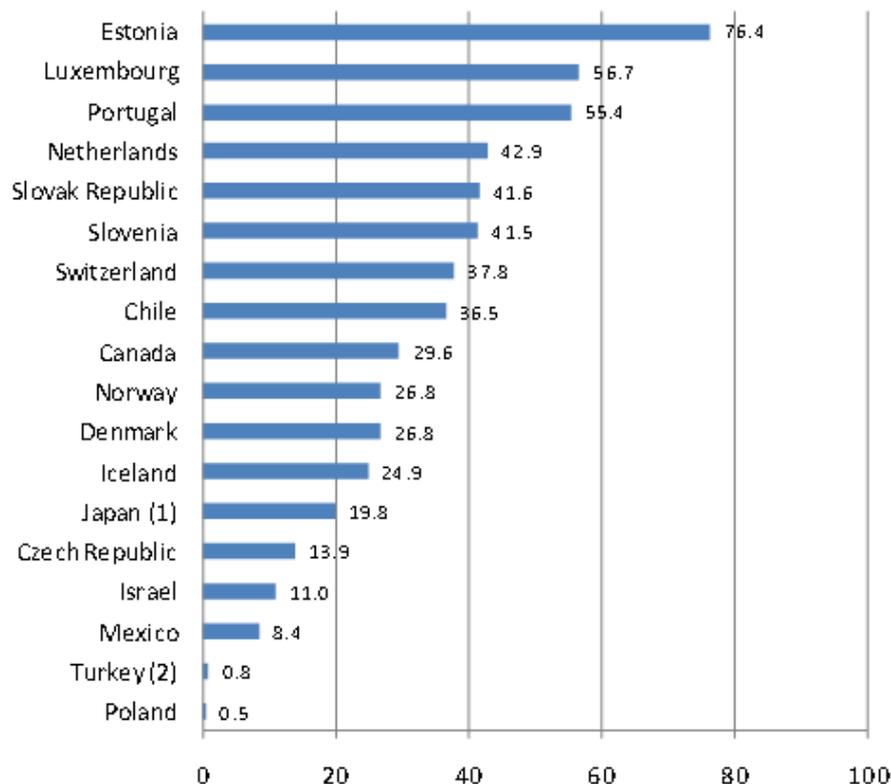
Бразилия – фактически 3% лимит на инвестиции НПФ за рубежом (только для Retail Investment Funds)

Россия – 30% лимит на инвестиции в иностранные ценные бумаги

Австралия, Англия, Канада, Германия, Япония – нет ограничений

Foreign investment of pension funds in selected OECD countries, 2011

As a percentage of total assets





Рекомендации по повышению эффективности сотрудничества с ОЭСР

1. Оптимальным представляется **сценарий прогрессирующего сотрудничества с ОЭСР**, предусматривающий проведение взвешенной инвестиционной политики и постепенный переход к снятию существующих ограничений на привлечение иностранных инвестиций.

Рекомендации по обязательствам:

Обязательство	Рекомендация
1. Отмена квот на привлечение иностранного капитала в банковском и страховом секторе	принять обязательство с переходным периодом (в рамках обязательств по ВТО)
2. Установление единых резервных требований по обязательствам кредитных организаций перед резидентами и нерезидентами	принять обязательство с оговоркой о том, что РФ оставляет право вводить изъятия по данному обязательству
3. Снятие запрета на размещение и обращение облигаций Банка России среди нерезидентов	не принимать обязательство
4. Либерализация допуска иностранных ценных бумаг для коллективных инвестиций на внутренний рынок	принять обязательство с переходным периодом, постепенно увеличивать лимиты на долю тех или иных активов в составе инвестфондов и НПФ, полная отмена ограничений – только для бумаг эмитентов с рейтингом не ниже ВВВ-

2. **Учитывать международную практику и опыт стран-членов ОЭСР** при внесении изменений в действующую российскую законодательную базу в сфере финансовых рынков и международных инвестиций, изменении механизмов регулирования и контроля деятельности финансовых организаций.

СПАСИБО ЗА ВНИМАНИЕ!

Лаборатория анализа финансовых рынков (ЛАФР) НИУ ВШЭ
www.fmlab.hse.ru