

Консолидация ликвидности

26 октября 2010 года в Екатеринбурге прошла третья Уральская конференция НАУФОР «Российский фондовый рынок». Конференция стала уже традиционным ежегодным местом встречи регионального и московского профессионального сообщества и активной дискуссии на тему будущего развития национального фондового рынка и его состава.

«Современное состояние российского фондового рынка и его развитие» — такова была тема первой панели конференции.

В ней принимали участие председатель Правления НАУФОР Алексей Тимофеев, руководитель РО ФСФР России в УрФО Светлана Фурдуй, председатель Правления ОАО «РТС» Роман Горюнов, вице-президент, член Правления ЗАО «ММВБ» Марина Медведева, начальник управления контроля и надзора на рынке финансовых услуг Федеральной антимонопольной службы Юлия Бондарева, директор департамента корпоративного управления Минэкономразвития Иван Осколков.

Ключевыми темами обсуждения стали вопросы консолидации инфраструктуры, привлечения на рынок новых эмитентов и поддержки регионально-го профессионального сообщества.

Модерировал сессию председатель Правления НАУФОР А. Тимофеев.

Светлана Фурдуй, РО ФСФР России.

В Уральском регионе зарегистрирована 21 тысяча акционерных обществ, из них около 17 тысяч — это ЗАО. Акционерных обществ у нас в регионе становится все меньше, потому что требования к ним усиливаются, но по эмиссионной активности и по качеству они становятся сильнее. Из 630 акционерных обществ, обязанных ежеквартально раскрывать информацию, ее раскрывают 95%. Это наше серьезное достижение.

Теперь к вопросу о состоянии индустрии. По состоянию на 25 октября 2010 года у нас на территории зарегистрирован 71 профессиональный участник, 19 управляющих компаний и 11 НПФ. На начало года профучастников было 81, управляющих компаний 22 и НПФ — 12.

Наши потери в кризис составили десять профессиональных участников. Из них два — это банки, которые ушли с рынка, шесть компаний покинули рынок по добровольному решению, два — по инициативе регулирующего органа.

Роман Горюнов, РТС.

В течение того времени, которое прошло после завершения предыдущей Уральской конференции, отношение сообщества к тому, что происходит на рынке, серьезно поменялось. Прошлой осенью настроение было отчасти эйфорическое, поскольку казалось, что вроде бы кризис закончился, и рынок начинает восстанавливаться. Настроение последнего года можно охарактеризовать как отрезвление. Очевидно, что кризисные проявления до сих пор существуют, и индустрия имеет достаточно серьезные проблемы.

Современное развитие биржевой индустрии во всем мире приводит к тому, что возрастает доля высокочастотных операторов. Главное их преимущество состоит в том, что эти участники создают огромную ликвидность. Однако правильный способ развития — не сосредотачиваться только на этих клиентах, а иметь институциональную базу, которая позволяет рынку развиваться без утери экономического смысла и сути финансовых продуктов.

РТС как биржа, которая пытается эти тенденции развивать, в последний год направила усилия на создание целого ряда продуктов. Это валютные производные и товарные фьючерсы, например, фьючерс на электроэнергию, который мы сделали совместно с Московской энергетической биржей, абсолютно новый для России инструмент. Интересно, что после вывода этого продукта на рынок мы в первый раз за весь период развития отечественных бирж увидели спрос на биржевые продукты со стороны





реальных потребителей и производителей энергии, со стороны корпораций. Это очень хороший сигнал для брокерского сообщества.

Нам кажется, что тот проект, который мы с нашими коллегами с ММВБ в последний год получили — государственные закупки, — тоже может быть достаточно интересным для профучастников. Тут не все пока ясно, потому что биржи только-только прошли технический аудит, и площадка только заработала.

Отдельно про индустрию коллективных инвестиций. Ключевая тема — это возможность для управляющих компаний и НПФ с 1 июля 2010 года использовать в своих портфелях производные с целью хеджирования и повышения объема операций. На прошлой неделе на площадке РТС совершила первые сделки УК, управляющая негосударственным пенсионным фондом.

Не могу не сказать о развитии рынка RTS Standard. За год он прошел стадию становления, растет объем торгов и его доля на российском рынке. Сейчас она уже превышает 25%. Что самое для нас положительное — участники рынка разрабатывают собственные технологии и продукты, основанные на этом рынке. С точки зрения инвесторов ключевое преимущество RTS Standard — это возможность иметь единую позицию на спот- и срочном рынке, единое маржирование.

Марина Медведева, ММВБ.

Мне кажется, что сейчас перед фондовым рынком как перед индустрией поставлены новые вызовы. Все совпало: и выход из кризиса, и веления времени, связанные с созданием международного финансового центра.

На нашем обсуждении уже была затронута тема алгоритмической торговли. В частности, было правильно отмечено, что в этом формате создаются ситуации, когда все равно, чем торговать. И хотя ликвидность от работы роботов возрастает, но как бы алгоритмическая торговля

не убила самой сути биржевого рынка как организованного пространства. Все-таки биржи призваны создавать инструменты высокого класса, вторые подходят и частным инвесторам, и стратегическим.

ММВБ уже очень серьезно об этом задумалась. В ближайшее время количество активно работающих роботов на бирже будет увеличиваться, но мы будем стремиться к созданию определенных возможностей для того, чтобы и основные участники рынка от алгоритмической торговли не пострадали. Это сложная задача, но мне кажется, что одна из основных тенденций современности лежит именно в этой плоскости.

Второй серьезный вопрос, который перед нами стоит, — увеличение качества торгуемого товара, прежде всего ценных бумаг. Светлана Фурдуй в своем выступлении сказала, что в Уральском регионе 21 тысяча акционерных обществ, из них 80% — ЗАО. Но остальные имеют форму открытых акционерных обществ. И где торгуются их акции? Наверно, часть из них могла бы пользоваться спросом у наших клиентов. Мне кажется, наша серьезная задача — вывод этих инструментов на организованный рынок.

Обе наши биржи страдают от того, что на них торгуется мало инструментов. Наверное, фондовый рынок не создан только для того, чтобы работать как некая алгоритмическая машина. Нам есть над чем поработать совместно.

Хочу сказать, что мы серьезно задумались над совершенствованием системы листинга на фондовой бирже ММВБ и пришли к выводу, что ее нужно упрощать. В 2011 году на сайте биржи будет предусмотрена возможность создания личного кабинета для каждого эмитента.

ММВБ стремится пересмотреть свою концепцию поведения на рынке: мы будем более активной, прокlientской организацией. Для этого у нас создан целый ряд комиссий, в которых широко представлены различные категории участников рынка. В частности, мы



впервые сформировали комитет по коллективным инвестициям.

Очень важным для создания международного финансового центра является правильная организация клиринга и расчетов. У ММВБ здесь большие амбиции. Создан Национальный клиринговый центр, он выступает стороной по сделкам на валютном рынке. Мы постоянно думаем над тем, как правильно выстроить систему организации клиринга и расчетов. Конечно, 100%-ная предоплата — это анахронизм, от которого мы будем уходить. Впервые скажу, что проект ММВБ+ был не совсем удачным, в нем имеются идеологические недочеты. Но по сути своей он закладывает основу системы отказа от 100%-ной предоплаты. Стремление к максимальной ликвидности, максимальному удешевлению работы участников рынка — основная идея развития рынка в этом направлении.

Сейчас в группе ММВБ идет серьезный процесс внутренней консолидации. Мы стремимся к тому, чтобы на российском пространстве произошла консолидация ликвидности, и чтобы этот результат был достигнут совместно с нашим замечательным партнером и конкурентом — биржей РТС, который является безусловным лидером на срочном рынке. Я думаю, что если мы станем двигаться навстречу друг другу, то все получат от этого только выгоду, сохранив преимущества, которые есть у каждой из двух площадок.

Алексей Тимофеев, НАУФОР.

Будет ли благом для рынка консолидация бирж?

Роман Горюнов.

Градус накала этой дискуссии не соответствует результату, который может быть получен. Мне кажется, разговор о том, сколько бирж в России должно быть — одна, две или сколько-то еще — просто не имеет смысла. Может быть по-разному, и никто точно не скажет, какая

модель правильна и успешна. С другой стороны, все эти дискуссии носят пока характер теоретический.

Вопросы объединения бизнесов — это компетенция акционеров, и акционеры могут решать их по-разному. Это вопрос цены, условий сделки, конкретных договоренностей, и варианты здесь могут быть самыми разными.

Мировые тенденции, которые сейчас существуют, дружно показывают, что успех (или неуспех) консолидации предопределяется одним: кто управляет биржей и что происходит потом. Если серьезно проанализировать историю последних нескольких консолидаций, то станет очевидна одна интересная тенденция. Если в результате консолидации участники рынка перестают понимать, что реально владеют и управляют структурой именно они, то брокеры создают альтернативные торговые системы.

Нужно аккуратно и грамотно анализировать мировой опыт. И двигаться в направлении, которое реально является правильным. А не в том, которое кажется красивым, популистски оправданным, но может не привести к положительному эффекту.

Марина Медведева.

По поводу решения со стороны собственников согласна с Романом.

Мне кажется, что для России консолидация ликвидности в том или ином виде — очень важный элемент. Наш рынок пока очень слабенький. Есть определенная опасность в том, что если на него выйдут крупные западные инфраструктурные организации, то у нас может просто не оказаться достаточно сил для того, чтобы сохранить национальный фондовый рынок.

Существует и другая опасность. Многие участники уже сейчас выходят на западный рынок, где больше возможностей и сервисов. Для того чтобы делать что-то конкурентное, усилия нужно объединять. Не хочу затрагивать тему консолидации, я не собственник, говорю как эксперт. Но,





на мой взгляд, консолидация ликвидности — это путь, который принесет успех и откроет большие возможности для наших участников рынка и нашей национальной фондовой индустрии в целом.

Юлия Бондарева, ФАС.

Важно, что рынок госзакупок запущен на пяти площадках. С точки зрения ФАС важны два аспекта: 1) чтобы торги шли, 2) чтобы жестко пресекались любые попытки сговора на торгах. К госзакупкам мы добавили госпродажи. Предполагается, что они будут запущены на этих же пяти площадках.

Важная тема — нормативы достаточности собственных средств профессиональных участников. Позиция ФАС такова: простое увеличение нормативов достаточности собственных средств не решает проблему устойчивости финансовых организаций. Мы видим негативное влияние такого способа регулирования. Такой простой подход приводит только к сокращению количества участников, к повышению барьера для входа, падению конкуренции и, соответственно, к повышению цен, особенно в регионах, и к ухудшению качества сервиса. Мы считаем, что идти надо другим путем.

Мы поддержали предложение саморегулируемых организаций (и НАУФОР, и ПАРТАД), которое состоит в том, что подходы должны быть другими. Необходимо устанавливать нормативы только с учетом риска и дифференцированно подходить к профучастникам. На что ориентироваться — понятно. Есть развитые рынки, есть уже изученные подходы, вряд ли стоит изобретать велосипед.

Помимо этого, нормативы достаточности собственных средств и пруденциального надзора должны быть установлены законом. Законопроект следует внести в Государственную думу как минимум во втором чтении. Здесь у нас принципиальная позиция.

Хотелось бы также подробнее сказать о нашей работе. ФАС глубоко занимается

схемами недобросовестной конкуренции. Мы квалифицируем недобросовестную конкуренцию как получение убытка или упущенную выгоду. Приведу примеры.

Первое решение касается УК Банка Москвы, использовавшей бренд «Сочи 2014». Это зарегистрированный товарный знак, закон указывает, что его использование должен разрешать правообладатель. Такого разрешения управляющая компания не имела, поэтому ФАС решила, что его использование является одной из форм недобросовестной конкуренции. УК добровольно устранила нарушение, оспорив решение ФАС, но в кассации суд подтвердил наше решение. Соответственно, компания обязана заплатить штраф 7 млн рублей.

Второе решение — относительно компании «Тройка Диалог». (Решение размещено на сайте ФАС.) На сайте «Тройки» была размещена информация о системе отчетности. Там была, в частности, фраза, что у компании «единственная в своем роде система клиентской поддержки, обеспечивающая безупречную и оперативную отчетность». Но единственность, безупречность и оперативность этого сервиса, к сожалению, не подтвердились. Кроме того, было заявлено, что клиент может участвовать в выборе стратегии управления, определении уровня риска и доходности. Это тоже не подтвердилось, клиент был во многом устранен от выбора стратегии. В основу решения ФАС легли четыре заявления физических лиц. К сожалению, у всех были разные программы по уровню риска, но управление шло по одной схеме.

Еще момент: на сайте «Тройки» заявлялось, что изменение инвестиционного портфеля происходит по решению инвестиционного комитета компании, который собирается на регулярной основе и доводит свои решения до менеджера. Зачем об этом говорить, если этого нет.

Иван Осколков, Минэкономразвития.

К вопросу о консолидации бирж. На мой взгляд, обе наши биржи многого достигли. И своими достижениями они обязаны той конкуренции, которая существовала между ними последние годы. То, как устроен российский фондовый рынок, является одним из наиболее серьезных, значимых положительных примеров сосуществования государственного бизнеса и частного бизнеса.

Но какое будет принято решение относительно консолидации, как поведут себя собственники? Решение абсолютно из теоретической плоскости: брокеры, владеющие одним бизнесом, очень грамотно и с выгодой для себя выходят из этого бизнеса, а потом открывают такой же и снова его капитализируют. Это ситуация не из области фантастики, такое вполне может быть.

Но если чуть более конкретно, то, на наш взгляд, вопрос консолидации биржевой инфраструктуры — это вопрос не столько объединения бирж, сколько вопрос создания (в том или ином виде) централизованной депозитарно-учетной системы. Инициатива неоднозначная — чтобы на уровне закона установить требование к единственности центрального депозитария. Вопрос конкуренции — это вопрос не только добросовестного поведения участников, но и тех законодательных условий, которые создаются, чтобы можно было вести конкуренцию. Когда такая конкуренция (особенно с участием государства) будет упразднена — станет ли это плюсом или минусом? Вопрос остается открытым.

Мне кажется, наиболее острая тема — это то, что уменьшается количество профессиональных участников. Эту тему нужно обсудить, нужно понять экономическую логику, и, главное, понять в итоге — хорошо это или плохо для конечных потребителей. Я не уверен, что для потребителей это хорошо.

Нельзя не отметить внесенный в Госдуму законопроект, который в первый раз ставит вопрос законодательного

урегулирования нормативов по собственному капиталу профучастников. На наш взгляд, законодательное закрепление нормативов говорит о некой долгосрочной позиции государства в отношении соответствующего рынка. Понятно, что когда законопроект будет обсуждаться, то он будет обсуждаться публично. Внутри правительства нет единой позиции о том, каким образом нужно устанавливать нормативы.

Мы настаиваем на том, чтобы был расширен инструментарий обеспечения надежности профессиональных участников. В обязательном порядке следует учитывать возможность страхования профессиональными участниками своей ответственности перед клиентами. На сегодняшний день такая возможность абсолютно декларативна.

Нужно развивать инструментарий пруденциального надзора.

Контролировать всегда можно двумя путями: либо потребовать от участника чего-то крупного и разового, либо осуществлять контроль более детально, как это делает, например, Центробанк. Подробно и постоянно контролировать, каким образом ведется управление рисками. На наш взгляд (и это лежит вполне в русле гармонизации с нормами европейского надзора) пруденциальному надзору за профучастниками надо уделять больше внимания.

Мы давно не говорили об инициативе НАУФОР относительно введения института финансовых консультантов. Мне кажется, это обсуждение нужно вывести на новый раунд, потому что это абсолютно правильная идея, особенно в ключе повышения требований к профессиональным участникам. И мы эту идею поддерживаем.

* * *





В ходе второй панели «Индустрия и новые финансовые продукты» участники обсудили основные сегменты российского рынка — облигации, акции, срочный рынок, вопросы первичного размещения, а также операции с участием торговых роботов.

В ней приняли участие Сергей Лялин, генеральный директор Cbonds; Алексей Тимофеев, председатель Правления НАУФОР; Дмитрий Александров, президент Национальной лиги управляющих; Илья Ефимчук, начальник отдела организации прямых продаж и обучения работе на фондовом рынке Сбербанка России; Владимир Хренов, партнер юридической фирмы «Монастырский, Зюба, Степанов и партнеры»; Олег Филатов, исполнительный директор компании IT Invest.

Алексей Тимофеев.

Характеристики капитализации российского рынка демонстрируют, что мы пережили кризис хуже, чем страны БРИК. В отличие от России, страны БРИК не ухудшили, а улучшили свои количественные показатели. Китай переместился на второе место, Индия с одиннадцатого перебралась на девятое место, Бразилия — с девятого на пятое место, и только Россия спустилась с 12-го места, которое мы занимали перед кризисом, на 17-е. Эти результаты свидетельствуют об оценках рисков этих стран со стороны мировых инвесторов.

Первичный рынок в этом полугодии как будто бы задышал, около 13 компаний разместились на сумму 4 млрд долларов ценных бумаг. Тем не менее вряд ли можно говорить о том, что все благополучно. Примерно два миллиарда из этой суммы принадлежит размещению «Русала», но это размещение было проведено по новой схеме, как размещение иностранной компании на иностранном рынке. Не знаю, имеем ли мы право утверждать, что эмиссия «Русала» имеет отноше-

ние к первичному рынку России, поскольку формально это было размещение иностранной компании, которое по факту произошло на иностранном рынке.

Такая схема размещения крайне негативна и гораздо хуже, чем (и без того критически воспринимавшиеся) схемы с размещением депозитарных расписок. Я очень обеспокоен тем, что такая схема размещения может быть использована впоследствии другими российскими компаниями. С точки зрения качества рынка это очень большая потеря, потому что «Русал» — один из флагманов российского бизнеса. Размещая его акции внутри России, мы могли бы рассчитывать на привлечение иностранных инвесторов.

Но размещение прошло за рубежом, выгоду от него получила иностранная инфраструктура и иностранная индустрия. Часть российских инвесторов была лишена возможности участвовать в этой эмиссии. И, что самое неприятное, значительную долю инвестиций при этом предоставили российские же крупные институциональные инвесторы.

Таким образом, это история, не лучшим образом характеризующая отношение российских эмитентов к первичному рынку.

Сергей Лялин, Cbonds.

Долговой рынок в этом году — самый бесппроблемный сегмент российского рынка. Госбумаги вернули рыночные позиции по ликвидности. Что касается муниципальных заимствований, то это, наверно, самый небольшой и медленно растущий рынок. С начала года он вырос примерно на 20 миллиардов рублей и сейчас составляет примерно 440 миллиардов.

Радует, что в корпоративном сегменте происходит удлинение сроков заимствований. Ни для кого не секрет, что рынок корпоративных облигаций после кризиса изменился с



точки зрения структуры заемщиков. Значительно меньше стала доля так называемого третьего эшелона (заемщиков с высоким риском) и значительно увеличилась доля первого и второго эшелона — крупнейших и средних корпораций. Эта тенденция должна всех, скорее, радовать, потому что если все-таки брать мировой опыт, то там основу рынка облигаций всегда составляют именно высококачественные заемщики.

С качественной точки зрения рынок облигаций в России какого-либо скачка в развитии, мне кажется, не сделал.

На прошлой неделе мне довелось быть в Лондоне на конференции, посвященной инвестициям в Россию и СНГ. Все уже открыто говорят о том, что концепция БРИК как какого-то единого региона распадается. Отдельно развивается БИК — Бразилия, Индия, Китай; отдельно рассматривается Россия. Инвесторы уже отодвинули Россию в своем восприятии от Бразилии, Индии и Китая. Причем, к сожалению, отношение к России существенно хуже.

Ситуация с IPO действительно не может не огорчать. Размещения российских компаний идут не в России. Разными путями, правдами и неправдами, через разные схемы все равно все идет на зарубежных биржах. Больше всего на Лондонской. «Русал» вот сейчас разместился на Гонконге. Кроме того (о чем говорят все портфельные инвесторы), участвовать в российских IPO категорически невыгодно. Почти все время российские бумаги вели себя хуже рынка, поэтому, с точки зрения портфельных менеджеров, участвовать в них не надо было. Доводилось слышать нелестные вещи. Один из портфельных менеджеров, говоря о компании, которая сделала IPO в этом году, сказал, что если бы такое произошло на Западе, то менеджмент компании, скорее всего, уже сидел бы в тюрьме, потому

что при размещении назывались одни цифры, а потом выяснилось, что эти цифры совершенно другие.

Дмитрий Александров, НЛУ.

Могу сказать, что ни управляющие компании из топ-10, ни НПФ из топ-10 по итогам кризиса не пострадали, а наоборот. Почему? Потому что у них был риск-менеджмент, средства на то, чтобы держать грамотную команду, и они занимались всеми видами бизнеса.

Могу сказать, что отрасль коллективных инвестиций крайне надежна. Мы считаем, что вместе с ростом экономики Российской Федерации данный сегмент рынка будет расти.

Следующая тема — закрытые паевые инвестиционные фонды недвижимости. Сейчас об этом много говорят в свете введения налога на имущество и налога на землю; ведется активная дискуссия по этому вопросу с Министерством финансов. Минфин утверждает, что все закрытые паевые инвестиционные фонды недвижимости являются схемой. Мы доказываем, что любые строители должны, как минимум, получить льготу на момент стройки и на какой-то временной период (скорее всего, один год) после завершения строительства. С рентными фондами ситуация немножко сложнее. Минфин твердо стоит на том, чтобы налог на землю у рентных фондов появился, но готов обсуждать вопрос, что налога на имущество в этих фондах может не быть, так что с 1 января 2011 года, скорее всего, налог будет.

В чем мы видим наш рост? Как раз в новых инструментах. Это тот сегмент, который хорошо сейчас развила биржа РТС, главным образом на срочном рынке. Проблема в том, что настоящего хедж-фонда мы пока сделать не можем. Есть ограничения — в эти инструменты могут быть вложены не более 20% активов.





Илья Ефимчук, Сбербанк РФ.

Мы видим бурный рост производных инструментов в секторе контрактов на фондовые индексы. Все более популярными становятся инструменты, с помощью которых можно управлять рисками портфелей в целом. Можно заключить сделку с контрактом на фондовый индекс, который, по сути, является неким аналогом портфеля из ценных бумаг. С помощью одной такой сделки можно создать интегрированный портфель.

Сегодня звучали цифры, говорящие о том, что объем торгов производными инструментами составляет порядка полтора объемов спот-рынка. Это действительно так.

Фьючерсы на курс рубля к доллару являются одним из более ликвидных инструментов.

Динамика опционов с точки зрения открытых позиций не восстановилась до уровня 2008 года. Все заметили, что на рынке стало меньше людей, которые приходят на рынок с инвестиционными идеями. После того как в 2008 году все обожглись на стратегии «купил и держи», стали активно искать новые направления для развития. В результате мы видим бурное развитие алгоритмической торговли — высокочастотный трейдинг, скальперские операции, когда тоже совершается большое количество операций в течение дня, но не обязательно с помощью роботов. Все это привело к тому, что рынок восстановился по оборотам, и более того, сейчас превосходит докризисные объемы. Но с точки зрения удержания позиций никакого восстановления пока еще нет.

Отрадно, что появился сегмент товарных контрактов, потому что на рынке FORTS активно торгуются фьючерсные контракты на нефть и золото.

Хотел бы отметить одну неблагоприятную тенденцию, касающуюся опционов. На разных сегментах рынка производных инструментов возникла конкуренция — между рынком в российской юрисдикции и вне ее. В этой конкуренции российский

рынок проигрывает. Для таких сложных инструментов, как опционы, до последнего времени у нас не было удобных правил и рамок, в которых можно было бы работать. Та большая работа, которую провели НАУФОР, НВА и АРБ по созданию соглашения для заключения деривативных сделок, — это большой прорыв, но нужно дождаться, когда этими документами начнут пользоваться в России. И это будет залогом того, что рынок опционов появится внутри России.

Мои надежды на возрождение опционов связаны еще и с тем вопросом, о котором говорил Дмитрий Александров. На срочный рынок приходят управляющие активами. Это как раз та категория инвесторов, которые и являются хеджерами, но, к сожалению, до последнего времени они не могли страховать свои риски по портфелям ценных бумаг ни на российских рынках, ни на внебиржевых рынках.

Владимир Хренов, юридическая фирма «Монастырский, Зюба, Степанов и партнеры».

Долгое время российский внебиржевой рынок находился в достаточно подавленном состоянии. Это было вызвано, в первую очередь, чередой судебных решений после кризиса 1998 года, а также отсутствием стандартной документации на этом рынке. Часть сделок участников регулируется одним типом договоров, другая часть сделок — другим. Поэтому три ассоциации — НАУФОР, НВА и АРБ — объединили свои усилия для разработки стандартной документации для внебиржевых срочных инструментов, касающейся, по крайней мере, тех базовых активов, которые перечислены в статье 262.

Мы считаем, что разработка стандартной документации дает преимущества с точки зрения судебной защиты. По нашему Гражданскому кодексу к так называемым источникам права относятся обычаи делового оборота. И если весь рынок постепенно перейдет на

торговлю по единообразным документам, то начнут складываться эти обычаи делового оборота, которые в случае их непротиворечия законодательным или подзаконным нормативным актам становятся источником права и обязательны для суда.

Можно считать, что на рынке биржевых контрактов кредитного риска не существует — за счет предепонирования, клиринговых механизмов. На внебиржевом рынке кредитный профиль отношений совершенно другой. Особенно если речь идет не о межбанковском или междилерском, а о клиентском рынке, где обеспечение по контрактам не принимается. Соответственно, учитывая волатильность срочных инструментов, возникают достаточно существенные риски. Те положения, которые включаются в стандартную документацию по внебиржевым финансовым инструментам, как раз нацелены на то, чтобы создать для участников сделки возможность управлять кредитными рисками.

И пара слов о ликвидационном неттинге. Это блок стандартной документации, который составляет ее сердцевину. Именно ради него и нужно заключать рамочные соглашения, потому что тогда весь объем срочных сделок с конкретным контрагентом оказывается как бы под единым «зонтиком». Механизм ликвидационного неттинга вводится для того, чтобы можно было засчитывать переоценку по контрактам, которая сложилась в вашу пользу, против той, которая сложилась против вас.

Сейчас на повестке дня стоит внедрение в наше законодательство о несостоятельности и банкротстве поправок, которые поддержат ликвидационный неттинг в рамках внебиржевых сделок.

Олег Филатов, IT Invest.

За последние годы очень сильно развивались технологии, которые связаны с высокочастотной торговлей, — торговые автоматы, всевозможные приводы и тому подобное. Это общемировая тенден-

ция. То, что регулировать их в какой-то мере надо, не вызывает сомнений.

В чем состоит основное преимущество роботов и высокочастотной торговли? В том, что они создают пресловутую ликвидность на рынке, делают его более гибким, берут на себя риски клиентов по открытию и закрытию позиций. Арбитражные роботы, которые занимают немалую долю в рынке, дают возможность справедливого формирования цены на актив и на производный инструмент.

Тем не менее количество ложных транзакций, которые не приводят к совершению сделок, растет лавинообразно. Тем самым оно вызывает некие существенные технические риски как для биржи, так и для брокеров.

Опять же к вопросу про хедж-фонды, про хеджирование рисков. Реально оборот, который происходит на бирже по фьючерсу, вырос, но собрать необходимую позицию очень проблематично. Псевдоликвидность — я бы так назвал это явление. То есть сделки идут, обороты растут, но реальный инвестор, который приходит для того, чтобы предпринять действия по хеджированию своих позиций, хеджируется с трудом.

Еще одно пожелание организаторам торгов. Гонка за новыми производными инструментами, за технологическими инновациями, с нашей точки зрения, требует более глубокой проработки. То есть внедряемые технологические новшества должны быть продуманы, профучастники должны о них знать, по крайней мере, готовиться к ним. И все должно делаться поэтапно, цивилизованно. ▣

