

Очарование тупика

МАТЕРИАЛЫ ШЕСТОЙ ЕЖЕГОДНОЙ КОНФЕРЕНЦИИ НАУФОР «РОССИЙСКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК-2011: ВЫЗОВЫ ТЕ ЖЕ»

В рамках конференции был проведен круглый стол: «Ключевые вопросы развития финансового рынка и индустрия». Спикеры обсуждали множество вопросов, но, как сказал Олег Вьюгин, «событием, которое всех объединяет», стала в дискуссиях тема грядущего слияния ММВБ и РТС.

В работе круглого стола принимали участие Алексей Тимофеев (НАУФОР), Константин Корищенко (Merrill Lynch), Рубен Аганбеян (ММВБ), Роман Горюнов (РТС), Сергей Харламов (ФСФР), Иван Осколков (МЭР), Алексей Саватюгин (Министерство финансов), Дмитрий Александров (НЛУ), Евгений Данкевич (БД «Открытие»), Яков Миркин («Еврофинансы»), Анатолий Гавриленко (группа компаний «Алор»), Олег Михасенко (БКС), Владимир Твардовский («АйТиИнвест»), Денис Соловьев («Альфа-банк»), Константин Волков (НФА), Виктор Ремша (холдинг «Финам»), Олег Снегирев («Темп-Инвест»), Юлия Бондарева (ФАС).

Модератор — Олег Вьюгин («МДМ-банк»).

Алексей Тимофеев. Нам показалось интересным взглянуть на то, что происходило в течение последних пяти лет на российском фондовом рынке, то есть еще до начала дискуссии о международном финансовом центре. Можем ли мы найти результаты каких-то усилий, которые последние годы прилагались к развитию финансового рынка по сравнению с тем, что было до этого?

За пять лет капитализация российского рынка увеличилась в три раза — с 330 до 960 млрд долларов. В течение этого периода российский фондовый рынок знавал и большую капитали-



зацию — в 2007 году она (по разным оценкам) была равна 1,3–1,6 млрд долларов. Нынешняя капитализация не слишком велика даже сама по себе, а если взглянуть на нее в сравнении с ВВП, а именно это является одним из показателей, характеризующих значение и роль фондового рынка в экономике страны, то ее рост в сравнении с ВВП незначителен.

К ВВП капитализация российского рынка сегодня составляет примерно 60% — это говорит о том, что рынок по-прежнему не играет существенной роли в экономике страны. (Для того чтобы сделать иной вывод, капитализация должна равняться или даже превышать ВВП.) Доля наиболее

крупных по капитализации эмитентов в общей капитализации снижается, но по-прежнему высока. На десятку наиболее капитализированных эмитентов сегодня приходится 60% капитализации рынка. По-прежнему велика и доля компаний нефтегазовой отрасли, которая хотя и уменьшилась за пять лет на 18 процентных пунктов, однако по-прежнему составляет 45%. Это объясняет, почему российский фондовый рынок в значительной степени определяется движением цен на нефть и газ и состоянием дел нескольких эмитентов.

Объем биржевого оборота за пять лет продемонстрировал очень серьезный рост, увеличившись примерно

в четыре раза — до 16,7 трлн рублей. Однако доля наиболее ликвидных ценных бумаг, приходящихся на десятку эмитентов, по-прежнему чрезвычайно высока. Она составляет 87% в обороте, при этом на Газпром и Сбербанк сегодня приходится 50% биржевого оборота. Это говорит о высокой степени зависимости российской ликвидности от поведения ценных бумаг всего лишь десяти, а среди них — двух крупнейших эмитентов.

Что касается соотношения внутреннего и внешнего рынка акций, то нельзя сказать, что мы добились серьезного прогресса в этом направлении. К началу 2005 года соотношение составляло 60 на 40 — 70 на 30, таким



оно и остается. Но к 2010 году российские эмитенты являются одним из лидеров в выпуске депозитарных расписок, организовав около 70 подобных программ.

Что с российским первичным рынком? Этот рынок всегда говорит о том, выполняет ли фондовый рынок роль источника капитала для развития компаний. В 2005 году, с которого мы начали наше сравнение, 13 российских компаний мобилизовали примерно 14,5 млрд долларов и в России, и за рубежом. 2006 и 2007 годы достаточно сильно отличались от прочих лет благодаря нескольким крупным IPO. В 2006 году 24 российские компании «подняли» в России и за рубежом почти 18 млрд долларов, правда 10 из них приходится только на одну компанию — «Роснефть». В 2007 году 25 российских компаний «подняли» 23,6 млрд долларов. Размещение Сбербанка серьезно отличалось от всех прочих, он привлек свои почти 9 млрд долларов и сделал это в России. В том же году ВТБ привлек около 8 млрд долларов в России и за рубежом. Если мы взглянем на 2010 год, то он нас должен, честно говоря, обескуражить, потому что в этом году всего 11 российских компаний привлекли около 2 млрд долларов, причем больше половины этой суммы было привлечено на зарубежных рынках. И если кто-то думает, что этот год был посткризисным и потому вряд ли можно было рассчитывать на оживление первичного рынка. Так вот это не так, хорошим примером иного рода является Польша, которая в 2010 году сделала ставку на небольшие компании, обеспечив 81 эмитенту возможность привлечь 5 млрд долларов в Польше. Она в этом смысле является феноменом года.

И еще одна тенденция 2010 года, которая, на наш взгляд, является чрезвычайно негативной, — эмиграция российских эмитентов. Иногда в российскую капитализацию включают

ценные бумаги, которые были размещены в конце прошлого года компанией «Русал», но это ошибка. Это IPO не российское, и не мы, а Гонконг имеет право включить эти ценные бумаги в расчет своей капитализации и объем первичного рынка. Такая же ошибка при оценке размещения компании Mail.ru.

Эмиграция эмитентов — чрезвычайно печальный, новый по своей юридической схеме вариант привлечения российскими (с точки зрения местонахождения их активов) эмитентами средств за рубежом. «Русал» был не единственным, в настоящее время формируется тенденция таких размещений. Тогда же, в 2010 году, это сделала компания IRC, мобилизовав 200 млн долларов, так же поступает уже в этом году все большее число компаний.

Рынок корпоративных облигаций. С 2005 года количество эмитентов облигаций увеличилось, но незначительно — всего в 1,6 раз. В настоящее время на рынке бондов в России обращаются облигации около 360 компаний. Чертой 2009 и 2010 является тенденция, которую я уже обозначил, — количество эмитентов уменьшается, но они занимают все больше по объемам и все чаще. Объем облигаций в обращении (если брать его номинал) вырос к концу 2010 до 3 трлн рублей (в шесть раз). Однако доля облигационного рынка к ВВП по-прежнему незначительна, всего-навсего 7%. Объем биржевого оборота облигаций с 2005 года вырос в четыре раза — до 6 трлн рублей.

Новой и, на мой взгляд, положительной чертой рынка бондов являются биржевые облигации, ставшие результатом либерализации условий процедуры выпуска. Напомню, что регистрация биржевых облигаций отдана целиком в руки бирж, что обеспечило успех и масштабы привлечения средств с использованием этого инструмента. К концу 2010 года зарегистрированы

выпуски биржевых облигаций 107 эмитентов на сумму примерно 2 трлн рублей. 20% биржевого оборота бондов на ММВБ приходится на биржевые облигации.

Срочный рынок — это то направление, в котором на российском фондовом рынке произошел фантастический прорыв. Основным среди биржевых деривативов остается фьючерс на фондовый индекс. Если в 2005 году на него приходилось 18% оборота, то к концу 2010 — уже около 90%. Объем сделок на FORTS вырос за пятилетний период примерно в 36 раз, до 24,6 трлн рублей. К этому мы уже можем прибавить 1 трлн оборота на ММВБ — рынок, который они сделали в 2010 году. Растет объем открытых позиций и чрезвычайно важный, на наш взгляд, показатель — на FORTS рост по фьючерсам в семь раз, по опционам — в 12 раз. Это действительно серьезный рынок. В 2005 году объем сделок на срочном рынке составлял около 15% спот-рынка акций, в начале 2010 года объем сделок на срочном рынке превысил объем спота, а к концу года составил 150% этого рынка.

Индивидуальные инвесторы. В России, насколько можно судить из статистики, при посредничестве брокеров или управляющих инвестируют 714 тысяч граждан. Пайщиков ПИФ, по нашим оценкам, около 350-500 тысяч граждан, а если мы добавим относительно не изменяющуюся в течение пяти лет численность граждан — акционеров бывших ЧИФ и учтем, что часто клиенты посредников и пайщики — одни и те же граждане, то, таким образом, получим около 1 млн граждан.

Это означает, что индивидуальных инвесторов у нас в России — всего около 3% экономически активного населения и около 1,5% от численности всего населения. Чрезвычайно незначительное количество, к нашему большому сожалению.

Индустрия ПИФ и в 2005, и 2010 году — это индустрия преимущественно закрытых паевых инвестиционных фондов. Примерно 50% ПИФов являются закрытыми, а больше половины из закрытых — ПИФы недвижимости. Примерно 60-70% стоимости чистых активов приходится на закрытые ПИФ, насколько мы можем об этом судить. США открытых и интервальных фондов, а именно их принимают во внимание для оценки роли институтов коллективного инвестирования на финансовом рынке, за этот период выросла очень незначительно, меньше чем в два раза. По-прежнему невелика и их доля к ВВП — около 0,3%. Это говорит о том, что роль институтов коллективного инвестирования остается чрезвычайно незначительной. Стоимость же чистых активов закрытых ПИФов продемонстрировала рост в четыре раза — до 485 млрд рублей.

Инвестиционные ресурсы НПФ продемонстрировали рост за пять лет примерно в три раза — до 800 млрд рублей, но их доля к ВВП по-прежнему незначительна — около 2% ВВП. И этот институт долгосрочного инвестирования, как и ПИФы, по-прежнему не играет роли в развитии инвестиций на российском фондовом рынке.

Если мы взглянем на иностранные фонды, а взглянуть мы можем только на те, которые раскрывают информацию о своих инвестициях в российские активы, то обнаружим, что их численность увеличивается, хотя и медленно. За пять лет она удвоилась. Сегодня в Россию инвестируют 2137 иностранных фондов, раскрывающих об этом информацию. Растет количество фондов, в которых российские активы составляют более 75% их активов (примерно на 26-27 млрд долларов).

Россия — часть глобального рынка. Возьмем в качестве примера некоторые показатели, которые могут охарактери-

зовать место России на этом рынке и их изменения. Опираясь на данные ЦРФР, могу сказать, что доля российской капитализации в глобальной капитализации продемонстрировала рост в два раза, примерно до 1,75% к концу 2010 года, но доля в капитализации развивающихся рынков упала с 7-8% до 6-7% к концу 2010 года. Россия незначительно увеличила свою долю в глобальном объеме торгов акциями — с 0,3 до 0,9%.

Итак, почему мы думаем, что перед российским фондовым рынком стоят те же самые вызовы, что стояли в 2005 году, да и раньше? Потому что для него по-прежнему характерны те недостатки, о которых мы рассуждали и пять, и более лет тому назад.

К нашему сожалению, для российского фондового рынка по-прежнему характерен ограниченный круг инструментов. При этом и в капитализации, и в обороте базовых инструментов мы отмечаем высокую концентрацию. Количество граждан, инвестирующих на фондовом рынке, до сих пор незначительно. Доля активов к ВВП институциональных долгосрочных инвесторов ничтожна. Низкий интерес со стороны иностранных долгосрочных инвесторов тоже остается проблемой российского фондового рынка: в мировой статистике Россия занимает 44-е место из 47 стран по размерам пенсионных резервов, 45-е место из 46 стран по стоимости активов открытых и интервальных ПИФ, 32-е место из 33 стран по стоимости инвестиционных активов страховых организаций. Неспроста поэтому мы обнаруживаем себя в нижних частях международных рейтингов финансовых центров. И пока это так, перед российским финансовым рынком будут стоять те же вызовы, что и прежде. Спасибо за внимание.

Олег Вьюгин. Спасибо, Алексей!
Выступление очень информативное.



То недостойное место, которое занимает Россия в разделении фондовой деятельности, возможно, частично связано с фундаментальными причинами (эмитенты). Но все-таки остается впечатление, что [еще одна причина отставания] — именно сама наша инфраструктура, качество регулирования, уровень развития внутренних инвесторов.

Скажем, рынок Варшавы по рейтингу выше России.

Гораздо больше компаний проводят IPO на этом рынке, хотя польская экономика невелика по сравнению с российской. То есть значение имеют не только фундаментальные факторы. Предлагаю обсудить эти проблемы.

Я бы начал с объединения двух бирж. Существует мнение, что развитию российского рынка во многом препятствовала конкуренция бирж. Эта конкуренция препятствовала позитивным изменениям, в первую очередь оптимизации посттрейдинга, созданию наилучших инструментов для инвесторов, развитию первичного рынка и так далее.

Первый вопрос я бы сформулировал так: какие позитивные результаты мы можем быстро извлечь из объединения бирж? Этот вопрос я сначала адресую Константину Корищенко.



Константин Корищенко. Остается только пожалеть, что мы не играем в преферанс — в том смысле, что там хоть можно сказать «пас».

Абсолютного ответа на вопрос «что лучше» не существует. Если взять маленького ребенка и посмотреть, как он надевает рубашку, то часто получается так, что если он начинает застегивать ее снизу, то вверху оказывается лишняя пуговица. Логическое понимание того, что рубашку надо застегивать сверху, приходит с опытом. Если проблемы рынка лежат в сфере посттрейда, то зачем объединять биржи? Вот на этот вопрос у меня нет ответа. И если я когда-

либо его получу, тогда смогу ответить и на все другие.

Олег Вьюгин. Спасибо. Раз у Константина нет ответа, я предоставляю слово Рубену Аганбегяну.

Рубен Аганбегян. Сначала я хотел бы обратить внимание на презентацию Алексея Тимофеева. Нарисована картина полной катастрофы по всем качественным показателям, подтвержденная цифрами. Наши показатели роста ужасают несоответствием тому, как росли конкуренты. Если Польша нас уже начала обгонять, то к этой теме надо вернуться.

Страхование — просто трагедия. 32-е место из 33 возможных! И все это происходит в конъюнктуре, уникальной по ценам на нефть. Страна заполнена деньгами. Где же эти деньги? куда они уходят?!

По объединению бирж есть постоянные аргументы — плюсы и минусы. Нынешняя ситуация связана с периодом застоя на финансовом рынке. Ранее был достаточно мощный драйвер роста — рынок деривативов. Этот рост привел, в том числе, к кое-каким нормативным изменениям в области налогообложения. Но для меня это выглядело как исключение, и оно подтверждало, что в целом регуляторная среда и сам рынок не очень сильно развивались. Объединение интеллектуальных сил двух биржевых площадок — это, в том числе, повышение интереса к индустрии и попытка выйти из спячки.

Посттрейд — это тема, которую мы обсуждаем 10—15 лет, и ходим вокруг двух-трех противоречий. Это противоречия не только между биржами, но и между акционерами этих бирж и категориями участников.

Олег Вьюгин. Хочу уточнить. Когда я поставил вопрос, я это сделал абсолютно в позитивном смысле. Объединение



бирж — это факт, который на самом деле расшевелил рынок. Согласен с Рубеном: был определенный застой, в целом по количеству эмитентов, IPO, по ликвидности рынка большого прогресса не было. Если сравнивать с конкурентами, то де-факто это было отставание. Мне как раз хотелось бы, чтобы мы поговорили о том, как быстро можно что-то изменить, пользуясь событием, которое действительно всех объединяет. Через некоторое время очень многое будет зависеть от того, что делает объединенная биржа.

Поэтому сейчас предлагаю выступить Роману (Горюнову).

Роман Горюнов. Сейчас мы очень активно проводим исследования, что же надо сделать для того, чтобы привлечь иностранных инвесторов на российский рынок. И я сейчас обрисую некоторые ближайшие действия, которые еще ухудшат ситуацию вне зависимости от объединения.

В сухом остатке иностранных инвесторов интересуют на сегодняшний день, во-первых, акции Сбербанка (потому что у них нет лондонского обращения); во-вторых, фьючерс на индекс РТС; и в-третьих, акции второго эшелона. Соответственно, если в ближайшее время Сбербанк разместится в Лондоне, то по отношению к Лондону доля российского рынка упадет в разы. Если продолжится размещение российских компаний за рубежом, то весь второй эшелон тоже будет торговаться в Лондоне, после чего репрезентативность индекса РТС для иностранных инвесторов упадет в разы. Сейчас индекс РТС представляет собой репрезентативный индикатор российской экономики. Но после этого репрезентативный индикатор будет в Лондоне, его начнет считать Доу-Джонс или еще кто-нибудь. После этого иностранным инвесторам просто в принципе ничего не будет интересно в России. Это в продолжение темы Рубена относительно того, что надо что-то все-таки сделать.

Если честно, мне бы вообще хотелось перевести разговор в несколько иную плоскость. Мне кажется, что корень проблемы сейчас в том, что ни индустрия, ни государство не могут сформулировать цели: чего мы вообще хотим достигнуть?

Теперь подумаем, что мы должны сделать для достижения показателей, и все, что хотим делать, будем соизмерять с имеющимися целями. Тогда мы сможем через год встретиться и понять, где мы приблизились к конкретным цифрам, а где нет.

Алексей правильно сказал: вызовы те же. Год назад мы говорили о том же, абсолютно ничего не поменялось.

Олег Вьюгин. Цифры-то можно сформулировать. Более того, была «Идеальная модель рынка», подготовленная НАУФОР. Там все прямо было написано, как будет через много лет, есть Стратегия развития финансового рынка. На самом деле мне кажется, что дело не только в этих цифрах. Я согласен с Романом, что с точки зрения здравого смысла мы совершаем безумные вещи. С одной стороны, мы говорим о МФЦ, разрабатываем большие программы, заседаем. С другой стороны, когда заходит речь о приватизации долей госкомпаний, то однозначно видно, что все они выводятся на размещение не в России. Хочется спросить: это две половинки одного мозга решают эти задачи или это разные мозги, которые друг с другом просто не взаимодействуют? Такой вопрос возникает постоянно. По этому поводу НАУФОР обращалась к руководству страны. Как говорится, «мы писали», — писали письма Шувалову, президенту писали, что в интересах развития рынка надо действовать по-другому.

Пример Сбербанка, когда он разместился в 2007 году на российском рынке, вообще очень показателен. Всё получилось — девять миллиардов долларов, цена нормальная. Хочется спросить: по какой причине сейчас размещения

делаются за рубежом? Я понимаю, что речь идет примерно о таком же объеме. Скушать-то столько можно и на российском рынке, но почему-то эту еду относят другой собаке.

Сергей Константинович, есть желание выступить по этому поводу? Затем свободная дискуссия.

Сергей Харламов. Я думаю, что вопросы, которые поднимал Роман [Горюнов], неплохо обговорены в «Идеальной модели». Это вопросы программно-целевого планирования и обновления соответствующих показателей, наверно, нужно обсуждать ежегодно.

Сейчас, как вы понимаете, мы так же, как и биржи, находимся в процедурах реформирования и реорганизации. Биржи в какой-то степени следуют общемировому тренду консолидации. Мы, возможно, находимся в некоем контрциклическом процессе. Западные регуляторы сейчас перестраиваются в плане децентрализации. Мы проходим цикл с некоторым запозданием, а может быть, и с некоторым опережением. У нас появляются новые центры влияния, перераспределяются полномочия между ведомствами, но самое главное, мы должны найти те формулы, которые позволяли бы решать задачи.

Пусть планы создания МФЦ много раз критиковались, но там поставлены правильные вопросы. Этот путь нужно проходить институционально. И мы сейчас находимся в достаточно неплохой ситуации, сегодня у нас есть потенциал реализации намеченных планов. Это касается и реализации закона о центральном депозитарии. Совместными усилиями мы сделали закон о клиринге, и теперь перед нами стоит грандиозная задача разработки всей «нормативной базы» под этот закон, а это на порядок сложнее.

По центральному депозитарию еще будет отдельная дискуссия. Мое мнение, что начиная с 1998 года мы находимся в самой близкой точке к моменту приня-



тия соответствующего закона. Причины появления центральных депозитариев за рубежом были несколько иными. ЦД зачастую появлялись там де-факто, мы же хотим это сделать де-юре. С точки зрения создания соответствующего инвестиционного климата в России это правильно, и просто нужно поставить эту точку. Создание ЦД — драйвер реорганизации всей нашей учетной инфраструктуры, уже достаточно зрелой на сегодняшний день. Но внутри системы нужно искать пути снижения издержек, в том числе путем реализации системы посттрейдинга.



В части объединения бирж думаю, что эту стадию тоже нужно пройти. Это тоже сыграет роль в снижении издержек и концентрации ресурсов. Но при этом важно не растерять все те достижения, которые были достигнуты в процессе жесткой биржевой конкуренции. Я имею в виду и спотовую часть, и срочный рынок. Не нужно забывать, что, кроме фондовой составляющей, есть активно развивающийся рынок commodities. И нельзя не говорить о развитии спотового рынка нефтепродуктов, рынка зерна. Правительство активно ставит и задачу развития торговли газом.



Наш биржевой рынок должен войти в область торговли деривативами с тем, чтобы и для антимонопольного регулирования, и для целей налогообложения в экономике появились реальные рыночные индикаторы, имеющие рублевую основу. В этом отношении примеры ведущих бирж показывают, что потенциал у нас достаточно хорош. Не так давно на РТС мы обсуждали вопросы развития деривативного рынка зерна. Конечно, сложно заранее знать, за какие струны нужно дернуть, но, по крайней мере, создание на РТС срочного инструмента, зеркального зерновым деривативам на Chicago Mercantile Exchange (Чикагская товарная биржа) — очень позитивный пример того, как можно запустить рынок. На это, как на ниточ-

ку, будут нанизываться все остальные составляющие.

Олег Вьюгин. Спасибо! Никогда регулятор не создавал новых продуктов. Инициатива самих участников — вот то, что движет рынок. Задача только в одном — чтобы регулятор относился к этому с пониманием и поддерживал развитие.

Хочу дать слово Ивану Валерьевичу (Осколкову).

Иван Осколков. Спасибо. Минэкономразвития достаточно внимательно наблюдает за происходящим, но не играет определяющей роли в политике слияния или раздельного существования двух бирж. Но каждый сидящий в этом зале очень хорошо понимает, что эта тема — переломная для нашего рынка.

Да, у нас инфраструктура зрелая, учетная система зрелая. И надо, конечно, заботиться о том, чтобы снижались издержки, но первый вопрос, на мой взгляд, — это не снижение издержек, а повышение эффективности. У меня есть сомнения, что издержки при объединении снизятся. Пусть они растут, но так, чтобы эффективность в итоге повышалась.

Первое. У объединенной биржи (как подразумевается) будет некая мощная стратегия. Эта стратегия должна быть публичной и отвечать на многие вопросы.

Второе — финансовый ресурс для реализации этой стратегии. Объединенная биржа будет крупнее, она будет интереснее инвесторам. И очень бы хотелось думать, что объединение бирж — само по себе эффективный коммерческий проект, и финансовый ресурс из биржи не выводится, а, наоборот, консолидируется. Перед объединенной биржей должны сразу стоять новые задачи, в том числе инвестиционные. То есть нужно вкладывать в развитие биржи средства, и есть подозрения, что довольно боль-

шие. Потому что даже с Варшавой (при маленьком размере польской экономики) конкурировать достаточно тяжело. Нужно будет обновлять технологии, нужно будет вкладывать деньги.

Следующий вопрос — эффективный организационный контур, то есть то, что позволит качественно управлять объединенной площадкой. Хочется верить, что будет достигнут организационный синергический эффект, который даст возможность вывести управление биржей на новый уровень. Стратегия, бизнес-план новой биржи должны давать ответ на этот вопрос.

Следующий момент — эффективная бизнес-модель. Она должна быть эффективна не только для самой биржи, не только для акционеров. Биржа только тогда живет нормально, когда работает не на нескольких участников, а на весь рынок. И здесь есть место для вопроса о том, почему такая модель будет эффективней для одной биржи, чем для двух конкурирующих.

Еще один важный момент — генерирование новых инструментов. Было сказано, что регулятор не создает инструменты. Регулятор создает! Вспомните РДР. И сколько сейчас этих инструментов на рынке? Хочется верить, что у одной большой биржи будет больше мотивации создавать новые инструменты, чем у двух отдельных, которые конкурируют между собой хотя бы за внутренних участников.

Очень хороший фактор — поддержка на государственном уровне и поддержка Центрального банка. Это значимый фактор. Но мне кажется, что нужно менять психологию — объединяя две биржи в одну, надо переходить от конкуренции внутренней к конкуренции глобальной. Этот драйвер может повлиять на структуру новой биржи, на ее стратегию, создать мотивацию для создания новых инструментов. Я надеюсь, что антимонопольная служба в данном случае правильно все поймет.

Олег Вьюгин. Миркин Яков Моисеевич, прошу вас.

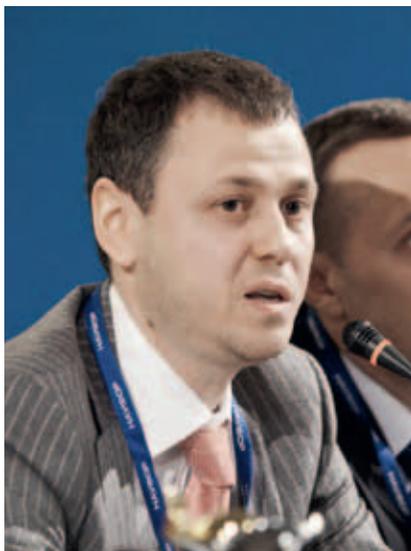
Яков Миркин. Мы в России получили стандартную модель развивающегося рынка, где крупнейшие компании финансируются там, где много денег, более мелкие оставлены самому рынку, и при этом центр ценообразования находится за рубежом. Единственный способ это исправить (кроме улучшения инфраструктуры, создания центров ликвидности, консолидации бирж и так далее), и даже не исправить, а откорректировать, — это укрепление и рост внутреннего спроса на финансовые активы. Далее вопрос, как? На финансовый рынок воздействуют много внешних факторов. Финансовый рынок является, по сути, производной от внешних факторов. Первый, и очень понятный, — это монетизация экономики, так называемая насыщенность деньгами. Если в России отношение денег к ВВП по методологии МВФ где-то около 50%, а в Китае тот же самый индикатор — 200%, а на большинстве индустриальных рынков этот индикатор более 100%, то понятно, что это иные финансовые рынки по сравнению с более провинциальным российским финансовым рынком.

Второе. Очень серьезный фактор — налоги, налоговая нагрузка и так далее. Те огромные обороты, которые делаются на Mainland в Китае, — это, прежде всего, обороты населения. В свое время в Москве был опыт, когда городу дали налоговые льготы. Что бы мы ни говорили по поводу того, что российское население не приемлет риски, оно безграмотно, оно консервативно и так далее, но налоговые льготы резко увеличили вовлеченность населения. Без среднего класса, без его доли в капиталах мы не построим объемно рынок, привлекающий долгосрочные инвестиции.

Плюс нужны налоговые льготы долгосрочным прямым иностранным инвесторам.

По сравнению с другими странами у нас очень неблагоприятное соотношение прямых и портфельных иностранных инвестиций, где на самом деле иностранные портфельные инвестиции являются спекулятивными. Все, наверно, помнят, что во время кризиса падение накопленного запаса иностранных портфельных инвестиций было в районе 70%. Это один из худших показателей в мире среди 40 крупнейших стран. Это значит, что мы не воспроизводим огромную международную практику как развивающихся, так и индустриальных стран, — имею в виду закрепление для инвесторов (как розничных российских, так и иностранных) длинных вложений в акции. В таких схемах длинных вложений инвесторы получают налоговые льготы по приоритетным отраслям, по определенным сегментам, по технологическим компаниям, даже просто за то, что они «длинно» держат акции.

Третье. Сагу-трейд и та воронка, которая тягивает в Россию спекулятивные деньги — вопрос не финансового рынка. Его причина — открытый счет капитала плюс высокая доходность финансовых активов и плюс фиксированный или укрепляющийся курс рубля. Вот здесь мы ничего не можем сделать. Речь о стандартном механизме запуска экономических кризисов, о спекулятивной модели фондового рынка, которую мы успешно создаем в третий раз, о финансовых инфекциях и абсолютно коррелированном движении российского рынка с иными рынками. И, конечно же, в условиях узкого внутреннего спроса, при наличии этой воронки, прогнозируя динамику российского рынка акций, я буду смотреть на рынок Бразилии (который совершенно параллелен), буду смотреть на статистику иностранных инвесторов, на курс доллара США, который в качестве мировой резервной валюты во многом определяет мировую динамику финансовых и товарных активов. И в меньшей степени буду думать о том, что происходит на внутреннем россий-



ском рынке. Для меня это будет один из многих глобальных активов, полностью вовлеченных в мировую финансовую динамику. Еще раз повторяю: расширение внутреннего спроса и стимулирование длинных вложений — ключевые меры.

И последнее. Мы все равно бы никуда не делись от того, что биржи консолидируются. Понятно, что если не консолидируется ликвидность, если не делается добросовестная попытка создать внутренний центр ценообразования на финансовые товарные активы, то в любом случае рынок становится провинциальным, либо мы готовим рынок к поглощению другими внешними депозитарными, клиринговыми структурами и так далее.

Я бы хотел чуть-чуть коснуться вопроса регулирования. Новый тезис — «экономизация регулятора». В силу того, что рынок создавался с нуля, регулятор сыграл огромную роль в определении правил, задал внутренние технологии. Сейчас это стало чуть-чуть избыточным. Мы определенным образом подменили работу регулятора наращиванием правил, контролем за их исполнением, в то время как ключевая проблема — конечно же, реструктуризация отрасли, но прежде всего уменьшение системных рисков, которые вовсе не исчезли за кордоном, которые еще будут привноситься на российский финансовый рынок. Дело не в том, что они будут привноситься (это неизбежно). Но то, как именно они привносятся, насколько глубокое падение мы постоянно испытываем, — эти обстоятельства говорят о том, что центр работы регулятора — это системный риск, финансовое положение финансовых посредников, их система управления рисками. А что касается технологий, то на нынешнем уровне контроль над ними можно было бы постепенно перевести на уровень саморегулирования.

Вот важные ключики к тому, чтобы российская финансовая машина была

более устойчива и приносила длинные деньги.

Олег Вьюгин. Спасибо. Мы коснулись довольно широкого круга вопросов и выделили ведущие. Это проблема внутреннего инвестора и длинные деньги. Я думаю, это будет следующей темой, которую мы обсудим.

Итог, на мой взгляд, такой: факт, что биржи объединяются. Что хотелось бы от этого получить? Во-первых, совершенствование сервиса по проведению сделок и посттрейдинга. Это предоставляет огромные шансы, поскольку проблема становится чисто технологической, и решить ее гораздо легче в ситуации объединенных бирж. Во-вторых, важно, чтобы биржа сохранила инициативу рынка, чтобы в создании инструментов, сервисов отталкивалась от инициативы участников, использовала их идеи, их ноу-хау. Если это будет сохранено, то эффект будет очень сильным. И не будет потеряно то, о чем говорил Роман.

И третье. Поскольку единая биржа — это мощная структура, то я считаю, что она должна быть мощным инструментом лоббирования интересов развития рынка.

Вот то, что можно получить от объединения.

Дмитрий Александров. Почему мы имеем такие показатели, какие имеем? Какова экономическая ситуация в стране? Сколько получает средний сотрудник ФСФР России? (Я недавно услышал, что специалист получает 11 тысяч рублей. Неужели это правда?) Тогда какую рекламную кампанию должна провести управляющая компания, чтобы из человека, получающего 11 тысяч рублей (ну пусть с премией 20 тысяч), сделать пайщика? Это невозможно.

Я был недавно в Пензе. Там средняя зарплата по городу шесть тысяч рублей. Соответственно, говорить о пайщиках в Пензе пока еще рано.



Теперь об издержках нашего бизнеса. По словам уважаемого Ивана Валерьевича, издержки не важны. Но как представитель бизнеса могу сказать: они все-таки важны. Ведь что такое управляющая компания в Российской Федерации? Это 50-60% людей, работающих в бэк-офисе. Соответственно, мы сейчас неконкурентоспособны. Управляющая компания в Америке — это 5-6 человек, в Европе — 10-15, у нас это 50-70 человек в средней УК, и из них 40 будут работать в бэк-офисе. В первую очередь нужно полностью передать пост-трейдинг на уровень спецдепов. Сейчас происходит дублирование функций. К слову, на нашем рынке экономический риск не является основным. Наш основной риск — лицензионный. Соответственно, если ФСФР России передаст лицензионный риск спецдепу, то эти 50-60% работников УК смогут заниматься бизнесом по управлению, а не представлением отчетности, внутренним контролем и прочим.

Что касается НПФ, то в последнее время из Министерства финансов поступают предложения сравнивать доходность по НПФ, в частности, по пенсионным накоплениям, с накопленным коэффициентом инфляции. Мы проанализировали данные: оказалось, что за все время существования пенсионных накоплений только три управляющие компании, управляя средствами ПФ России, переиграли накопленный коэффициент инфляции. Это как раз те управляющие компании, которые инвестировали в акции, или купили их и «забыли». В кризис они упали больше всех, но и поднялись сейчас выше всех. Если говорить о мировом опыте, то инвестировать такие социальные значимые деньги без соблюдения основных коэффициентов, наверное, не стоит. Поэтому при высокой инфляции в стране негосударственным пенсионным фондам очень тяжело развивать свой бизнес, привлекать клиентов. Отсюда появилась

кривая ситуация с минимальной гарантией доходности — когда пенсионный фонд для привлечения клиента заманивает его гарантией ежегодного дохода. Получается квазидепозит, при котором человек, по сути, в любой момент может выйти из системы и получить при этом гарантированный доход. Потом эта минимальная гарантия доходности, данная НПФ своему вкладчику, передается на уровень инвестирования, уровень управляющей компании. После чего мы имеем банкротства УК образца 2008 года.

По итогам 2008 года к ФСФР России есть пожелание изменить контроль. У нас очень хорошо и слаженно работает контроль за ситуацией, когда УК не вовремя вывесила на сайт правила фонда, или когда отчетность на один день просрочена. Штраф за это — от 500 тысяч рублей. А если мы говорим о ситуации, когда некоторые управляющие компании, что там греха таить, обманули своих клиентов, то государство никак не смогло этим людям помочь. Отсюда уровень доверия между клиентами и рынком резко упал. И сейчас негосударственные пенсионные фонды размещают свои средства в основном в экзотических управляющих компаниях. Ровно то же самое происходит на уровне страховых компаний. Если мы говорим про страховые компании, то все вы прекрасно знаете, что топ-10 страховых компаний инвестируют без вексельных схем. Все остальные тоже в той или иной степени используют вексельные бумаги. Поэтому если мы хотим очистить страховой рынок, его хотя бы надо уравнивать с рынком НПФ в части пенсионных резервов. При этом линейка инвестиционных инструментов останется широкой, но мы хотя бы не будем иметь вексельных схем. И если говорить про НПФ, то при всей той кривизне, которая есть на рынке, все равно ситуация намного лучше, чем в отрасли страховых компаний. Все мы помним, что когда в 2002-2004 году писался 111-й закон, то все хотели передать средства ПФР частным управляю-

щим компаниям и оставили эти деньги в ВЭБе. ВЭБу они не нужны. И если оставить ситуацию так, как она есть, мы придем к опыту Чили. В Чили написали очень неплохую систему (пенсионную), списав ее со Швейцарии. Она работала, но споткнулась на том, что не хватило внутренних инструментов для инвестирования. Ровно то же самое будет у нас. Либо мы будем привязывать инвестирование наших пенсионных накоплений к конкретным инфраструктурным проектам, концессионным бумагам. Либо к 2015 году будем иметь дефицит инструментов инвестирования средств пенсионных накоплений.

Что касается ритейла. Как тут можно помочь? Кроме того, что экономическая ситуация в Российской Федерации может стать лучше, второе — это наделение агента правом являться налоговым агентом, то есть по всем паям, оформленным через агентов, они должны иметь возможность отчитываться перед налоговыми органами и представлять туда информацию. Это нужно Российской Федерации вследствие ее большой территории. Но реализовать эту возможность можно только с помощью Министерства финансов. И второе, без чего мы не обойдемся, — введение налоговых льгот для пайщиков, которые владеют паем больше года-трех-пяти (эту цифру можно обсуждать). В любом случае опыт Москвы показывает, что если будет налоговая льгота, то количество пайщиков все равно будет больше того, которое мы имеем на сегодняшний день.

Олег Вьюгин. Спасибо.

Есть ли длинные деньги в российской экономике? Они есть. И мы даже знаем, где они находятся. Не думайте — не за границей. Они находятся в недвижимости. Скажем, сейчас одна из форм будущего пенсионного обеспечения граждан — вложения в квартиры, которые при сдаче в аренду приносят постоянный доход, обеспечивающий безбедную старость. Или депозиты в банках,



они могут двигаться, но в принципе это длинные деньги. В Америке эти длинные деньги во многом сидят в совместных фондах, находятся в акциях. Давайте обсудим, почему у нас эти длинные деньги не там.

Ну и другая сторона: наши институциональные инвесторы не развиты, количество инструментов очень маленькое. Я не говорю про государственное накопительное пенсионное обеспечение. Вообще в мире существует гораздо больше инструментов: корпоративные пенсионные схемы, страхование жизни. А почему у нас нет? Давайте поговорим об этом.



Алексей Тимофеев. Как пробудить интерес граждан к российскому фондовому рынку? Ведь все очень тесно связано. Где будет долгосрочный инвестор — на национальном фондовом рынке или на рынке недвижимости? И что значит рынок недвижимости? Будут ли это закрытые ПИФы недвижимости, или это будут прямые инвестиции в недвижимость? Выскажитесь по этому поводу.

Евгений Данкевич. Во-первых, сложно не присоединиться к предложению ввести налоговые льготы, связанные с долгосрочным владением ценными бумагами. Это может быть выражено в таких простых мерах, как снижение налога при владении количеством бумаг с какого-то порогового объема, а также в специальных типах счетов. Мы строго за наличие подобных типов счетов. Потому что, на мой взгляд, в индустрии коллективных инвестиций существует определенная проблема. Сформулирую ее так. Мы не защищаем тех, кого бы следовало защищать, и не даем возможность получить достаточный риск тем категориям частных инвесторов, которые к этому риску готовы и склонны.

Что я имею в виду? В индустрии коллективных инвестиций при сегодняшнем регулировании практически невозможно получить достаточное

количество риска, даже если ты мало-мальски понимающий в этом деле человек. То есть если ты хочешь отдать управляющему деньги, чтобы он с ними поступал чуть более агрессивно, чем инвестировал в индекс, то фактически не имеешь такой возможности, потому что процедура квалификации крайне неудобна и крайне неэффективна. Значительно более неэффективна, чем агентские схемы. Кстати, они также неэффективны, существующая процедура покупки паев достаточно сложна.

Тут приводили аргумент, что человек из Пензы с зарплатой шесть тысяч рублей не купит пай. Но я уверен, что каждый второй из тех, у кого такая зарплата в Пензе, покупает доллары. И если мы сейчас повесим два графика: график рубль/доллар и график любого российского ПИФа, то я не знаю, какой из них будет лучше для инвестора. Но ни падение доллара, ни зарплата в 20 тысяч рублей не мешают каждому второму иметь в своем инвестиционном портфеле единственный инструмент — иностранную валюту. Доллар стоил сорок рублей, сейчас 28, приличное падение, а фондовый рынок не испытывал такого падения. Так что инвестиции в валюту — это не вопрос заработной платы, не вопрос рисков. Это вопрос отношения к инструменту, вопрос легкости его приобретения и так далее.

Возможность приобретать те или иные инструменты расширяет возможности для квалифицированных инвесторов. Изменение порядка и принципов квалификации инвесторов могло бы стимулировать их приток. Более того, максимальный приток частных инвесторов в брокерские инвестиционные компании был ровно в пик кризиса (сидящие здесь коллеги это подтвердят), когда бумаги были самыми дешевыми. Это явным образом свидетельствует о том, что люди понимают: акции есть, и нужно их покупать. И когда акции дешевы, их покупают, а когда они становятся дороже, их покупают меньше. Если это



стимулировать теми или иными способами, в том числе налоговыми и регулятивными, то акции будут покупать больше. В принципе инвесторы готовы их покупать.

Что касается нехватки инструментов, то это, наверно, вопрос не к фондовому рынку. Почему? На наших двух вместе взятых биржах обращается мало-малышки ликвидных бумаг меньше, чем на одной, перечисленной в списке конкурентов. Это вопрос не к биржам, к сожалению, и даже не к эмитентам, а наверно, ко всей системе, которая не позволяет эмитентам выходить на фондовый рынок. Почему в России самая низкая дивидендная доходность не только из числа стран БРИК, но и вообще самая низкая в мире, если говорить об абсолютных значениях? И даже если говорить об отношении, скажем, дивидендной доходности в российских компаниях к ставке процента (допустим, к ставке рефинансирования того или иного центрального банка), то я думаю, что мы замыкаем любой список. В конце концов, акции покупают не только для того, чтобы продать их дороже. Во многих китайских компаниях при относительно сравнимой ставке рефинансирования дивидендная доходность в 5-6% (причем у компаний, которые растут и не являются голубыми фишками) является нормой. Но еще раз хочу сказать, что это вопрос не к фондовому рынку.

Можно достаточно много говорить. Но если сфокусировать и назвать конкретные вещи, то это:

- 1) налоговые льготы в любых формах. Это могут быть пенсионные счета, которые можно открывать в брокерских компаниях, это может быть налоговая льгота по владению любыми ценными бумагами на срок «более чем», я считаю это очень эффективным;

- 2) изменение порядка квалификации инвесторов;

- 3) регулятивные изменения в области коллективных инвестиций, позволяющие более жестко и четко дифференци-

ровать тех, условно говоря, «бабушек», которых мы должны защищать больше, чем делаем это сейчас. Не могу не упомянуть возможность купить валютную пару с пятисотым плечом для фактически любой бабушки и невозможность для человека с миллионом рублей купить мало-мальски рискованный фонд для квалифицированных инвесторов.

Эту ситуацию, на мой взгляд, нужно менять.

Роман Горюнов. По совокупности нескольких выступлений я вспомнил свой визит в Киев неделю назад. Сейчас Варшава выигрывает конкуренцию у Лондона. Не Варшавская биржа у Лондонской фондовой биржи, а Варшава у Лондона. Сейчас все украинские компании без исключения размещаются в Варшаве. На текущий момент ситуация следующая. Российская дочка одного инвестбанка говорит, что они сейчас вынуждены открывать офис в Варшаве, потому что их лондонские сейлзы не успевают продать лондонским клиентам бумагу украинской компании на Варшавской бирже, потому что книга заявок закрывается за полдня за счет польских пенсионных фондов, которые за эти полдня покупают украинских бумаг на 100-200 миллионов долларов. Это к вопросу о дефиците инструментов для российских пенсионных фондов. Украина рядом совсем.

Яков Миркин. Еще раз хочу вернуться к экономизации роли регулятора. Каждый из нас подпишется под каждым из прозвучавших выступлений. Да, должно быть стимулирование внутреннего спроса и стимулирование вложений длинных денег. Но при этом нужно еще снижение регулятивных издержек. Наш департамент корпоративных финансов страдает, когда по указу президента должен обслужить переход акций из одного владения в другое и не может это сделать в связи с ограничением в одном, жестким регулированием в другом, и так далее и

тому подобное. Вопрос о регулятивных издержках, мне кажется, уже пора поставить на российском финансовом рынке, тем более, что без этого мы не решим вопрос о привлечении не только российских эмитентов, но и упустим шанс привлечь эмитентов из постсоветских государств.

Анатолий Гавриленко. Мы должны себе сказать, что работали плохо.

Вот я тут не вижу ни Кудрина, ни Набиуллину, ни Медведева, ни Путина. Но мы же профучастники, значит, надо говорить о том, что от нас зависит.

Что вообще, на мой взгляд, нужно сделать, если уж на то пошло? Надо по образцу Владимира Владимировича Путина организовать народный фронт. Надо объединиться всем общественным организациям, у нас их штук восемь, создать 20-30 законов и показать их всем, которые мешают нашему развитию. Закошмарили нас нормотворчеством, это абсолютно четко. Давайте выйдем с инициативой о том, чтобы был принят мораторий на все нормотворчество, ухудшающее инвестклимат.

Дальше. Нужно создание реального совета по развитию финансового рынка. Как существовал этот совет без участников рынка, так он и существует. Давайте все-таки попробуем каким-то образом создать орган, который бы развивал этот рынок с нашим участием.

Финансовая грамотность. Это не просто для тех, кто ничего-ничего не понимает. Финансовая грамотность — это задача не только наша, а всей страны, потому что население страны из-за финансовой неграмотности теряет миллиарды рублей каждый год. Это и недвижимость, и депозиты, и налоги, и потерянные в финансовых пирамидах. Это общенациональная проблема, общероссийская экономическая проблема.

Далее. Мы абсолютно не уважаем российского инвестора. Хватит лебезить перед иностранными инвесторами! Розничные инвесторы и иностранные



инвесторы — это разные понятия. И у российского должны быть лучшие условия, чем у иностранного. А этого нет.

Конкуренцию в регионах начисто убили, это точно. Почему-то до сих пор считается, что если капитал компании составляет 50 миллионов, то тогда она надежная. А вот наш уважаемый «Межпромбанк» входил в топ-десятку, и при этом никакие параметры капитала его не спасли.

По всей стране должны работать финансовые консультанты. В любом местечке должно быть два финансовых консультанта, чтобы к ним мог прийти простой крестьянин и о чем-то поговорить. Дальше давайте во всех регионах сделаем компании, управляющие пенсионными деньгами. Все пенсионные деньги в Москве, это же полная ерунда. Я готов, например, в течение двух лет сделать управляющую компанию в регионах. Если сейчас восемь компаний договорится, то в каждом федеральном округе будет по одной управляющей компании, именно региональной, которая будет работать с пенсионными деньгами населения в регионе.

Спасибо за внимание.



Олег Михасенко. Хочу сказать насчет ритейла. В данный момент, по нашим исследованиям, от трех до четырех миллионов человек готовы инвестировать более 50 тысяч рублей в инвестиционные продукты. И не только в ПИФы, но и в доверительное управление, в активный трейдинг. Конечно, развитие — это комплексная задача. Нельзя развивать ритейл, не занимаясь другими, связанными с ним инфраструктурными задачами.

Де-факто наши люди не мыслят вкладывать свои инвестиции на срок более года. И депозиты, если вы посмотрите, у наших граждан на срок не более года. Так же они хотят инвестировать и в другие продукты. Поэтому нужна система, комплексный подход. Первое — это законы, которые позволяют развивать



не только ритейл, но и защищают все инвестиционные компании, пенсионные фонды и все остальные; позволяют им развиваться и с точки зрения продуктовой линейки, и с точки зрения налогов и всего прочего. А инвестиционные компании у нас развиты, они готовы придумывать всякие продукты.

Конечно, развиваться системно — непростая задача, но это позволит всем двигаться к какой-то цели. Сейчас все говорят о международном финансовом центре. Мне кажется, это хорошая цель, вполне достижимая. Но нельзя, например, всего лишь объединив биржи, сказать, что мы к чему-то пришли.

Что касается ритейла, то он тоже разный — кто-то хочет ПИФы покупать, кто-то сам кнопки нажимать. Самое главное для ритейла — создать профессиональных консультантов. На Западе существует институт финансовых советников — имеющих лицензию, получающих право консультировать клиентов и несущих за это ответственность. У нас сейчас такой ответственности никто не несет, а она должна быть обязательно. Рекомендуя клиенту покупку продукта, мы должны четко объяснять ему, какие риски он понесет, что его ждет и так далее. Поэтому лицензированную деятельность финансовых советников нужно создавать и у нас.

Константин Корищенко. Мне кажется, что в нашем обсуждении происходит смешение двух жанров. Вообще-то финансовая индустрия (за исключением, может быть, некоторой ее части, связанной с коллективными инвестициями) представляет собой абсолютно сервисную индустрию. Не может оцениваться качество финансовой индустрии, условно говоря, по тому, высокая или низкая капитализация у компаний. По большому счету к самой индустрии это отношение не имеет. Мы живем в макроэкономических обстоятельствах — в условиях дешевых денег других стран, либерализованного счета капитала и так далее.

Они определяют наши поступки. Наша инфляция определяет стремление людей каким-то образом от нее защищаться, и люди выбирают те объекты, которые, как они считают, им помогут — валюту, приобретение квартир. А вложения в акции, может быть, им не помогут.

Поэтому, мне кажется, что нужно все-таки разделить две вещи. Первое — это меры, которыми мы, собственно, можем улучшить нашу индустрию. И здесь речь идет в основном об инфраструктурных вещах: о наших взаимоотношениях с клиентом, о способах улучшения качества этих взаимоотношений. А второе — это макроэкономические обстоятельства, к которым мы очень много апеллируем. Но все равно имеем ту среду, которая есть.

Не соглашусь здесь с Олегом Вячеславовичем. Фактически с 1992 года мы имеем государство, которое в тех или иных формах стимулировало развитие того или иного рынка.

Достижения рынка заключаются в так называемой раскрутке инструментов. Мы знаем, что такое раскрутка инструментов, как она делается. Поэтому предлагаю в практическом плане все-таки концентрироваться на вопросах инфраструктуры.

Олег Вьюгин. Понятно, спасибо. В части коллективных инвестиций много нерационального. И много вообще нерационального с точки зрения регулирования.

И налоговые препятствия. Если мы хотим, чтобы стимулировались длинные инвестиции в фондовые инструменты, то, наверное, налоговое регулирование должно быть похожем на то, какое существует в мире.

Константин Корищенко. 13% — привлекательная ставка налога для очень многих. Я знаю иностранцев, которые реально пытаются здесь вкладывать деньги, находясь в России на постоянной основе. И их устраивает этот климат. Попытки менять налоговые условия до-

статочно часто ведут не к тому, что люди адаптируются, а наоборот. Люди хотят стабильности и спокойствия.

Олег Вьюгин. Тем не менее я услышал, что налоги — тоже некое препятствие.

Что еще я услышал? Имеет место отсутствие разнообразия для коллективных инвестиций. Все-таки в мире существует больше возможностей для того, чтобы сберегать пенсионные деньги, например. У нас это в основном НПФ и то, что люди сами придумали, — доллары, рентная недвижимость.

Затрагивались вопросы взаимодействия с регулятором.

Мне кажется, проблема регулирования в России состоит в том, что многие годы не было ведущего регулятора. Когда за регулирование отвечает некоторый набор ведомств, то они должны как-то друг с другом взаимодействовать. В мире, когда такая система существует, выделяется ведущий регулятор — то есть наиболее авторитетный, наиболее влиятельный, имеющий серьезное положение в системе принятия решений, который координирует все регулирование, тащит его вперед. И находится рядом с президентом, когда он едет в Гонконг.

Я считаю, что инициатива рынка не требует большого взаимодействия с регулятором. Но нужен механизм трансформации идей в регулирование. Не секрет, что очень многие правила торговли определялись инвестиционными компаниями, а регуляторы их просто принимали. Когда нет такого взаимодействия, рынок очень плохо развивается.

Владимир Твардовский. Наша компания работает в основном с мелким розничным клиентом, но иногда попадает и «крупная рыба». Глядя на этих клиентов и работая с ними, начинаешь понимать, что они находятся в некоем другом пространстве относительно того, в котором сейчас расположены мы. У мелких клиентов нет длинных денег, и соответственно, они представляют чисто

спекулятивный капитал и оборот. Не секрет, что на нашем рынке большая часть оборота имеет чисто спекулятивную природу. Для этих клиентов нет никакой надобности в налоговых послаблениях, они надеются рынок обыграть и заработать много денег. Налоги для них — не самое важное.

Что касается длинных денег, то это большие деньги. Такие деньги у нас есть, но это «умные» деньги, их держатели не хотят платить лишних налогов. И как только клиент достигает определенного уровня, он начинает задумываться, что ему дальше делать. Удобно ли ему находиться в существующей парадигме. Клиент начинает искать выходы на Запад, регистрирует там компании, выходит на Лондон. И совсем не факт, что он вернется сюда, в Россию. Естественно, он строит схемы, снижающие налогообложение, даже если возвращается сюда. И этот факт просто необходимо принимать во внимание. Если налоги для таких инвесторов снизить, то у них будет меньше шансов уходить.

Итак, большое количество мелких клиентов работает на нашем рынке как спекулянты, малое количество клиентов уходит на Запад — в Лондон, на срочный рынок в Чикаго, часть из них возвращается в Россию, но уже не как резиденты, а как клиенты, обладающие налоговыми льготами (через офшорные зоны).

А вот средние деньги — не маленькие, и не большие — не имеют стимула сюда приходить вообще. С одной стороны, рынок недостаточно ликвиден, с другой — налоги кажутся большими. Для того чтобы входить в офшорную юрисдикцию, у таких инвесторов недостаточно денег, для того чтобы платить здесь много налогов и инвестировать далеко, у них недостаточно желания. Они приходят только, когда рынок падает, и у них появляется возможность заработать.

Здесь я еще раз возвращаюсь к налоговым предпочтениям для тех, кто держит длинные позиции. Три года — вполне нормальный срок для удержания



позиций. Если для этих клиентов мы сделаем налоговые льготы, то этим захватим среднюю часть распределения, и клиент со средними деньгами придет на рынок.

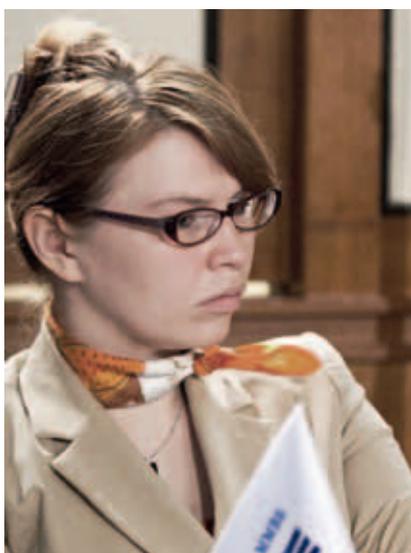
Сказано, что сейчас люди инвестируют в недвижимость, в доллар. Когда человек покупает доллар, а потом продает, он платит налоги? Нет, не платит. То же самое нужно сделать и на фондовом рынке.

Необходимо обратить внимание еще на один сегмент — рынок Форекс. Либо его необходимо регулировать и поставить в равные условия с фондовым, либо запретить, — так же, как игорный бизнес.

Спасибо.



Денис Соловьев. Уже неоднократно в выступлениях прозвучало, что нужно отделить, с одной стороны, спекулятивные обороты, спекулятивный спрос, а с другой — ту часть бизнеса, которая сформирована реальными потребностями в инвестициях и, соответственно, предложением денег для этих инвестиций. У нас в «Альфа-банке» очень любят привлекать к банковской деятельности специалистов из инвестиционного крыла, так что я являюсь членом кредитных комитетов. Здесь спрашивали, откуда брать длинные деньги? есть ли в них потребность? Точно знаю: и длинные деньги, и потребность в них есть. Они предоставляются в виде банковского кредитования. Даже сейчас я сижу с папкой, потому что у меня пятница — кредитный день. Я сижу с папкой, листаю, анализирую качество компаний, которым мы предоставляем кредиты, в том числе и пяти-, семилетние. Общие закономерности здесь следующие: примерно 80% компаний — не инвестиционного качества. Для того чтобы быть представленными на рынке, им нужно сделать практически самоубийственные вещи, поскольку все они стараются оптимизировать свою деятельность, выводя деньги из оборота в какие-то



инвестиционные проекты. Таких примеров у нас сотни. При этом что говорить о правилах листинга, если даже крупнейшие эмитенты (тот же «Газпром») не соответствуют этим правилам. Они не могут попасть в категорию «А». Сколько в индексе представлено нефтегазовых компаний? Если взять еще электроэнергетику, то, наверно, процентов 70. Что же тогда удивляться, что у нас спекулятивный рынок, что он рискованный для эмитента и что инвестиционных возможностей на нем мало? Рынок сильно коррелирован с ценами на углеводороды.

При этом есть альтернативные компании, которые можно выводить на рынок, но у них возникли бы очень большие проблемы с регулированием. Поэтому в лучшем случае они идут на рынок облигаций, росту которого мы очень радуемся. Но в этом есть и отрицательная сторона.

А вообще говоря, рынок банковского кредитования очень сильно развит. Однако он сильно специфический. Я вижу, что есть над чем работать.

Спасибо.

Константин Волков. Мне показалось, что провокация в начале форума, когда Алексей (Тимофеев) показал нам несколько угнетающие цифры, не совсем получилась. Возобладало несколько минорное настроение, хотя это не совсем верно. Если б мы собрались не в мае, а в феврале, когда рынок так стремительно рос, наверно, разговор был бы другой. Я призываю относиться к сегодняшнему состоянию как к переменчивому. Рынок на то и рынок, что он идет то вверх, то вниз.

Хотел бы откликнуться на несколько инициатив, которые уже были высказаны. В части стимулирования внутреннего инвестора мы знаем об инициативах, с которыми выходил НАУФОР, выходили мы. Поддерживаю также идею об экономизации наших предложений. Видимо, целесообразно обращаться в правительство не просто

с предложением о снижении тех или иных ставок, но и с расчетами на перспективу. Налоговое стимулирование должно также распространяться и на профучастников. Это стало бы упомянутым здесь снижением регулятивных издержек. К сожалению, надо отметить, что в этой части позиция наших уважаемых регуляторов не всегда последовательна. Из последних новаций этого рода — постоянное повышение требований к капиталу участников. С одной стороны, это управление рисками и их снижение для рынка, с другой — вымывание с рынка небольших участников. Внедрение законодательной базы по манипулированию и инсайду тоже вызывает много вопросов у профучастников.

Также стоит упомянуть новации в части рынка репо, ликвидационного неттинга. Это все новации не одномоментные, это даст рынку новые качества, может быть, через годы.

По поводу введения категории квалифицированных инвесторов и развития нормативной базы по квалифицированным инвесторам. В частности, мы считаем, что наш небольшой вклад для рынка — это наши зарегистрированные стандарты по квалифицированным инвесторам.

Очевидно просматриваются консолидационные процессы, которые позволяют нам действовать еще более эффективно. Здесь у меня конкретное предложение. Чтобы эта конференция не прошла бесследно, а закончилась обращением в правительство, где формулировались бы предложения об экономизации; а также о том, чтобы международный финансовый центр был представлен как бизнес-проект. Здесь говорилось о хорошем документе — «Идеальной модели фондового рынка». Но положила руку на сердце, многие ли профучастники могут сказать что-то об этом документе, кроме его названия. А если мы обратимся с конкретными предложениями совместно от индустрии (не только от НАУФОР),

то, как мне кажется, на такие предложения отклик обязательно будет.

Виктор Ремша. Мы делаем много для того, чтобы привлечь частного инвестора на фондовый рынок. Поэтому я могу изложить только в виде шутки или провокации коротенький текст. То, что мы имеем сегодня на фондовом рынке, напоминает мне наш автомобильный рынок. Иностранные модели постоянно меняются, увеличивается их функционал, они конкурируют между собой. И салоны продают их успешно. А вот «Ладу Калину» не особенно. Так вот, все наши эмитенты — это сплошные «лады калины», неинтересные, непрозрачные предприятия, ничего нового на них не появляется. И чтобы продать эти «лады калины», нужно провести утилизацию — все инвестиции, сторевшие в различных пирамидах, поменять на свежие акции «Газпрома». Такая вот провокация.

Мы ведь действительно в первую очередь сервис. И очень сложно продавать продукт, который мало интересен.

Сергей Харламов. Я вряд ли буду комментировать Виктора. Хотя для российского автопрома такая программа утилизации была довольно интересной.

Вернусь к тем комментариям, которые были связаны с обращением к регуляторам. Яков Моисеевич (Миркин) говорил об экономизации в парадигме регулирования и снижения регуляторных нагрузок. Я думаю, что в этом плане мы имеем позитивные моменты. На этапах становления рынка излишняя зарегулированность, может быть, была связана с тем, что никто не знал, как это все должно функционировать, и регулятор отчасти являлся «законодателем мод».

Появление квалифицированного инвестора тоже было во многом плодом идеи регуляторов и взаимодействия ФСФР и Минэкономразвития при реализации идей венчурного финансирования

в России. И уже потом рынок стал измерять это на себя. И только реальная работа может обеспечить более тонкие настройки.

В части, касающейся перехода от количественных показателей к качественным, думаю, что даже для рынка регистраторских услуг мы ушли от таких показателей, понимая, что количественные показатели на сегодняшний день не работают. Я думаю, что аналогичные процедуры нужно проводить в части, касающейся правил поведения на рынке. Те же самые инструкции о порядке ведения реестров (из положения по депозитариям) можно сводить к более общим формулировкам, потому что рынок уже вырабатывает определенного вида стандарты, и регулятору не стоит их дублировать.

Что касается требований к капиталу, то в определенной степени я согласен, что это один из барьеров для входа на рынок. Здесь тонкая настройка будет проводиться тогда, когда в полную меру заработают нормы пруденциального надзора и когда появятся соответствующие показатели и нормативы по капиталу. Сейчас мы с Минфином перераспределяем полномочия, и все, что будет касаться вопросов установления требований к капиталу, будет теперь полномочием Минфина по согласованию с нами. Но пока этого перераспределения не произошло, мы, понимая, что с 1 июля должны вступить в силу новые требования к капиталу, вывесили на сайт ФСФР проект приказа, в котором фактически оставляем ныне действующие нормативы для брокеров, дилеров и доверительных управляющих и депозитариев.

В свое время была идея, сформулированная НАУФОР, — дифференциация участников рынка по рискованности операций, которые они осуществляют на рынке. В частности, Алексей (Тимофеев) предлагал разделить брокерское сообщество на дисконтных брокеров и тех, кто работает с плечом, с леввериджем. Это и для ФСФР как надзорного органа тоже



будет позитивом в том плане, что для множества поднадзорных организаций мы бы применяли процедуры, связанные с пруденциальным надзором. И мы могли бы выравнивать все регуляторные и надзорные практики с практиками банковского сообщества, где есть сегрегация именно по операциям.

Поэтому готовьте предложения. В самое ближайшее время мы их обсудим.

Олег Снегирев. Привлечением инвесторов занимается не государство. Что, возможно, следовало бы прописать в предложениях правительству? РБК я не трогаю, но основные каналы про создание МФЦ — молчок. О том, что акции, условно говоря, «Северстали» за два года выросли на 500%, никто не знает. А о том, что Путин на «Ладе» прокатился, знают все. Один из способов привлечения населения на финансовый рынок — большее информирование о возможностях этого рынка по центральному каналу. Вложения в крупнейшие банки растут по 30-40-50% в год, и часть этих денег могла бы быть на фондовом рынке. И должны быть профессионалы в пределах шаговой доступности, которые могли бы объяснить, что делать со сбережениями. Те движения, которые предпринимала ФСФР начиная с 2009 года, убивали такую возможность для населения регионов. Эти действия работали не на развитие фондового рынка, а на подавление. Хотелось бы, конечно, чтобы ФСФР двигалась в направлении развития фондового рынка и расширения спектра финансовых специалистов в регионах.

Очень хорошее было замечание Комитета при совете Федерации (кажется, Дмитрия Ананьева): ко второму чтению подготовить предложение по снижению нагрузки на брокеров, дилеров и так далее. Хотелось бы знать, есть такое предложение или нет.



Алексей Тимофеев. Могу прокомментировать. Такие предложения есть. Закон прошел первое чтение, отразив требования, которые должны вступить в силу летом этого года. Однако при его принятии было заявлено, что до второго чтения закон будет пересматриваться в целях дифференциации требований. Уже есть поправки к этому законопроекту, предложенные Ананьевым и Пичуговым, основанные как раз на подходе, о котором говорил Сергей Константинович. Там предлагается дифференциация требований, которая предполагает и понижение требований к собственным средствам, и повышение для некоторых из групп профучастников, в зависимости от круга совершаемых ими операций. В этом смысле обязательства и Ананьева, и его комитета, и Резника как председателя Комитета Госдумы выполняются. И сейчас мы очень рады готовности ФСФР приостановить дальнейшее повышение требований к собственным средствам. Это как раз необходимые условия для продолжения дискуссии.

Владимир Твардовский. Можно маленькую реплику? На мой взгляд, надежность и устойчивость компании, работающей на фондовом рынке, определяется не ее капиталом, а в первую очередь теми людьми, которые ею управляют. В этом смысле нам нужно начинать работу по тому, чтобы на рынке остались только честные, искренние люди, профессионалы. И чтобы их было как можно больше.

В этом смысле работа с регионами и с консультантами — очень важное и правильное направление. Если вспомнить ряд корпоративных дефолтов облигаций в 2008 году, когда частные инвесторы потеряли деньги, то кто понес за это ответственность? Да никто. И что нужно сделать, чтобы это не повторилось.

Юлия Бондарева. То, о чем сказал сегодня Сергей Константинович (Харламов), — это огромный шаг вперед. То, чего мы добивались, и то, к чему стремились, фактически сделано.

По поводу справедливой критики в отношении ФАС. Мы намеренно держим паузу в отношении сделки по слиянию бирж, потому что именно антимонопольной службе предстоит дать официальное согласие (либо отказ) на эту сделку в зависимости от того, как она будет влиять на конкуренцию.

Как только документы поступят в службу, мы будем взвешивать все «за» и «против», и в первую очередь оценивать те конкурентные преимущества, которые могла бы получить Россия с точки зрения развития внутреннего рынка, с точки зрения потенциала и тех особых вызовов, которые мы могли бы сделать, совершив эту сделку. Если у нас есть хотя бы малейший шанс стать конкурентами не только Варшаве, но и Лондону, мы должны это обсудить. Со стороны антимонопольной службы мы могли бы предложить механизм публичных слушаний, который предусмотрен законом. И уже с открытыми картами, с открытыми бизнес-планами по этой сделке обсуждать все плюсы и минусы, которые может принести России эта сделка.

Олег Вьюгин. Я согласен, что объединение бирж — большой шанс изменить ситуацию в торговом сервисе. Если он не будет использован, я думаю, что можно ставить точку на финансовом центре, на разговорах о конкуренции.

Второе. Конечно, необходимо определенное дерегулирование частных лиц и институциональных инвесторов для того, чтобы создать импульс развитию этой части фондового рынка.

В части разнообразия инструментов, к сожалению, были сделаны небольшие шаги, и нужны дальнейшие.

И третье. Я считаю одной из причин того, что мы топтались на месте, отсутствие ведущего регулятора. Имея хороший опыт работы регулятора в прошлом, я хочу сказать, что многие проблемы не решались просто потому, что в органах власти было не ясно, кто же является регулятором. То есть все регулируют, а кто отвечает, непонятно. Для рынка это плохо.

Эти три аспекта особенно важны для дальнейшего развития. ▣

Универсальный инструмент

1 июня 2011 года на FORTS начались торги расчетными фьючерсными контрактами на Российский индекс волатильности (код инструмента в торговой системе — RTSVX).

Биржа РТС разъясняет, что согласно спецификации объем контракта — значение Российского индекса волатильности, умноженное на 20 долларов. Введение в обращение фьючерсного контракта происходит одновременно с заведением соответствующей серии опционов. Цена исполнения контракта определяется исходя из среднего значения Российского индекса волатильности за вечерний расчетный период в последний день обращения фьючерса. Последним днем обращения контракта является торговый день за семь календарных дней до последнего дня заключения опционов на фьючерс на индекс РТС с ближайшей датой исполнения.

Специалисты РТС в комментариях называли фьючерс на индекс волатильности универсальным инструментом. И действительно, сделка с новым инструментом состоялась быстро. Первую в истории торгов фьючерсами сделку на Российский индекс волатильности заключила по поручению клиента брокерская компания ООО «АЛОП +».





Инсайд: тема года

МАТЕРИАЛЫ ШЕСТОЙ ЕЖЕГОДНОЙ КОНФЕРЕНЦИИ НАУФОР «РОССИЙСКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК-2011: ВЫЗОВЫ ТЕ ЖЕ»

В рамках конференции был проведен круглый стол: «Тема года — новое законодательство о противодействии инсайду и манипулированию». Участники отметили, что новое законодательство пока порождает больше вопросов, чем ответов. Но к такому положению дел следует подходить конструктивно.

В работе круглого стола приняли участие: Денис Гавинский (ФСФР), Тамара Манукова (НАУФОР), Павел Филимошин (ФСФР), Мария Шляпина («ВТБ капитал»), Андрей Салащенко (РТС), Елена Куткина («Ю Би Эс Секьюритиз»).

Модератор — Екатерина Казаченко («Барклайз капитал»).

Екатерина Казаченко. Наша тема сегодня полностью оправдывает общий лейтмотив конференции «Вызовы все те же».

Тенденция на усиление борьбы с недобросовестными практиками на финансовых рынках отражает тенденцию общемировую. Российское

законодательство в этой части существенным образом опиралось на международную практику, в частности, на директиву Европарламента Евросовета от 28 января 2003 года об инсайдерской торговле и манипулировании на рынке. А также на целый ряд документов, которые в итоге вылились в единый документ IOSCO, принятый в сентябре 1998 года.

Мировое законодательство при обсуждении недобросовестных практик на рынке ценных бумаг ставит целью решение трех основных задач:

1. Обеспечение максимальной защиты инвесторов как класса лиц, которые непосредственно работают на рынке ценных бумаг.



2. Обеспечение справедливости, эффективности и прозрачности рынка.
3. Наконец, снижение системных рисков на рынке финансовых инструментов в принципе.

Наш российский «Закон о неправомерном использовании инсайдерской информации и манипулированию рынком» был принят 28 июля 2010 года. Закон регулирует отношения, связанные с финансовыми инструментами, допущенными к торговле на организованных торгах на территории Российской Федерации (либо заявка на допуск которых к организованным торгам была подана), а также с финансовыми инструментами, цены на которые зависят от инструментов,

торгующихся либо на организованных торгах, либо заявка на обращение которых на организованных торгах была подана.

Прямо указано, что к таким инструментам относятся ценные бумаги, иностранная валюта, товары, допущенные к торгам, производные финансовые инструменты. То есть перечень товаров и финансовых инструментов, подлежащих контролю и проверке на предмет наличия или отсутствия в данных действиях признаков ненадлежащих практик, достаточно широк.

Действующее законодательство устанавливает ответственность субъекта за недобросовестное использование инсайдерской информации и за

манипулирование рынком. Говоря об ответственности, мы должны прежде всего отметить, что это целый комплекс видов ответственности, уже сегодня предусмотренных российским законодательством.

Гражданско-правовая ответственность в случае выявления неправомерного использования инсайдерской информации или манипулирования рынком возникает в форме полного возмещения убытков, включая ущерб и упущенную выгоду, которые были причинены третьим лицам. Условием наступления ответственности мы называем вину лица. Однако, обращая внимание на то, что речь идет о работе коммерческих лиц на финансовых рын-

ках, мы скажем, что для юридического лица и должностных лиц этого юридического лица вина презюмируется. Ответственность в форме возмещения убытков наступит вне зависимости от деятельности коммерческого юридического лица, поскольку каждый профучастник на рынке является коммерческим юридическим лицом.

Вторая форма ответственности — административная ответственность. Она может быть в виде налагаемых штрафов либо приостановления или отзыва лицензии, выданной профессиональному участнику рынка ценных бумаг.

Если мы говорим о штрафах для граждан, то под гражданами понимаем клиентов профессиональных участников, а не должностных лиц. Для граждан установлена ответственность от 3 до 5 тысяч рублей; для должностных лиц и юридического лица — от 30 до 50 тысяч рублей и возможная дисквалификация на срок от одного до двух лет; для юридических лиц — от 700 тысяч до одного миллиона. Ответственность физического лица наступит при наличии его вины, а вот для юридического лица, в том числе для профучастника рынка ценных бумаг, — в том случае, если профучастник не сможет доказать, что предпринял все возможные меры для противодействия недобросовестной практике на рынке ценных бумаг. Причем применение одной санкции не исключает применения другой.

С 2013 года за деяния, содержащие в себе признаки манипулирования или недобросовестного использования инсайдерской информации, будет введена уголовная ответственность.

Отдельной характерной чертой деяний и составов, описанных в законе, является материальность этих составов. То есть ответственность наступает за деяние, за факт манипулирования, неправомерного использования инсайдерской информации. При этом невозможно наступление ответственности

за покушение. И вообще отсутствует такая формулировка, как «покушение на манипулирование или покушение на инсайдерскую торговлю», и закон четко и прямо говорит об этом.

Если мы более подробно поговорим о манипулировании, то увидим, что наш закон (и в этом его существенное отличие от международных и зарубежных правовых актов, о которых мы сейчас сказали) не только руководствуется общими принципами, но и в деталях описывает отдельные составы манипулирования. Действующий закон предусматривает семь возможных деяний, которые будут рассматриваться как манипулирование рынком. Если говорить кратко, то для всех составов существенным условием является наличие результата. В качестве результата манипулирования признается либо поддержание цены спроса и предложения на уровне, отличном от того, который бы сложился без манипуляционных действий субъекта, либо намеренное искажение уровня цены (завышение или занижение) по сравнению с тем уровнем цены спроса и предложения, который сложился бы при отсутствии манипуляционного деяния.

Для всех составов, кроме первого (о котором мы сейчас будем говорить), существенным условием является то, что сделки манипулирования возможны только путем совершения сделок или выставления заявок на организованных торгах.

Первый состав предусматривает умышленное распространение заведомо ложной информации как через средства массовой информации, так и через средства электронной связи, включая сеть Интернет, если в результате распространения таких заведомо ложных сведений в отношении инструмента, который был допущен к публичным торгам или заявка на допуск которого подана, существенные изменения претерпела цена, уровень

спроса и предложения или, наоборот, цена, уровень спроса и предложения искусственно поддерживались на уровне, отличном от того, который бы сложился при нормальном функционировании рынка.

Второй состав предусматривает собой совершение сделки как минимум двумя участниками торгов на организованных торгах в анонимном режиме в случае, если такая сделка осуществлялась по предварительной договоренности. И опять существенное условие — отклонение уровня цены, спроса и предложения.

Третий состав предусматривает совершение сделки как минимум одним участником торгов в интересах и за счет одного и того же лица. Сам закон не говорит, что это один участник торгов, но его анализ позволяет нам делать такое предположение. Как мы понимаем, профессиональный участник может быть, с одной стороны, дилером, с другой стороны, брокером, с третьей стороны, доверительным управляющим. Так вот в том случае, если была совершена сделка на организованных торгах в анонимном режиме в интересах одного и того же лица, то такая сделка, если она повлекла за собой искажение цены спроса или предложения, формирует деяние манипулирования.

Четвертый состав предусматривает выставление заявок с последующим совершением сделок за счет и в интересах одного и того же лица в том случае, если эти сделки совершаются по цене покупки, лучшей, нежели цена продажи. Иными словами, если есть две сделки противоположной направленности — сначала покупка, потом продажа или наоборот, где цена покупки выше или равна цене продажи.

Пятый состав распространяет свое действие на совершение сделки за счет и в интересах одного и того же лица в том случае, если сделки совершаются по цене лучше лучших, то есть цена покупки вы-



ше наилучших или цена продажи ниже наилучших.

Шестой состав предусматривает совершение как минимум двух сделок в интересах одного и того же лица, единственной целью которых является введение остальных участников рынка в заблуждение в отношении реального уровня цены, спроса или предложения.

И наконец, седьмой состав распространяется на случаи неисполнения сделок, совершенных на организованных торгах в анонимном режиме, вне зависимости от того, за счет и в интересах кого такие сделки совершались.

Каждый из этих составов имеет под собой признаки манипулирования.

Закон содержит и прямые изъятия. Среди них мы должны сказать о двух основных. Первый случай — когда сделки совершаются в целях поддержания цен на эмиссионные ценные бумаги в связи с их размещением или обращением, которое осуществляется на основании договора с эмитентом. То, что в экономических категориях чаще всего называется стабилизацией. Вторым случаем является классический случай маркетмейкерства, когда сделки осуществляются в целях поддержания цены спроса и предложения или объема торгов финансовым инструментом, если они осуществляются участниками торгов на основании договора с организатором торговли.

В соответствии с новым законодательством о манипулировании (и это, несомненно, серьезный шаг в развитии законодательства, особенно по сравнению с единственной статьей в Законе о рынке ценных бумаг, которая существовала до принятия этого закона) существенной особенностью является возложение ответственности непосредственно на лицо, которое принимает волевые решения о совершении действий, содержащих в себе признаки манипулирования. Иными словами, если действие было порождено волеизъявлением клиента брокера, а брокер сам при этом не участвовал в манипулировании и не имел оснований предположить, что данное дей-

ствие действительно является манипулированием, то ответственность будет возлагаться на клиента брокера.

Это основные моменты, прописанные сейчас в нашем законе. При анализе этих составов мы говорили, что критерием для всех составов является существенное отклонение уровня цены спроса или предложения в результате манипуляционных действий от того уровня цены спроса или предложения, которые сложились бы на рынке при добросовестном формировании указанных цен спроса или предложения. Таким образом, в настоящее время применение закона существенным образом затруднено отсутствием критериев существенности этого отклонения. Закон возлагает большие функции на регулятора, и в частности, именно к прерогативе ФСФР относится определение критериев существенности отклонения.

Сейчас мы попросим представителя ФСФР Дениса Гавинского рассказать о том, что же все-таки ФСФР делает в настоящий момент в рамках не только разработки критериев существенности отклонения, но и других принципов, подходов, критериев, которые сделают данный закон действительно работающим и будут способствовать созданию корректной, адекватной, эффективной правоприменительной практики.

Денис Гавинский. Добрый день всем присутствующим.

Екатерина, я хотел немножко вас поправить. Закон говорит о том, что критерии существенного отклонения определяет не Федеральная служба, а организаторы торговли на основе методических рекомендаций федерального органа.

Эти семь составов манипулирования, которые содержатся в 5-й статье закона, как заметила Екатерина, содержат обязательное условие — существенное отклонение рыночных параметров. Как определять суще-

ственность? Необходим подход, закреплённый в виде документа или акта. Ранее, когда действовал Закон о рынке ценных бумаг в части определения состава манипулирования, только четыре из тогда еще девяти составов манипулирования содержали в себе необходимые условия существенного отклонения. Эти четыре состава фактически не работали. Те немногочисленные случаи признания факта манипулирования, которые ФКЦБ России, а потом ФСФР России признавала, все были по составам без необходимого условия — существенного отклонения. Сейчас без определения «что же является существенным при отклонении рыночных параметров» мы не можем назвать вещи своими именами. И по поводу сделок, совершенных на биржах с 27 января, мы не можем сказать, было ли там манипулирование, до момента, пока мы не определимся с критерием существенного отклонения.

Закон говорит о том, что методические рекомендации должны быть определены и для инструментов, включая ценные бумаги и производные, иностранную валюту и товары. Причем необходимо это сделать в зависимости от цены, ликвидности, рыночной стоимости.

Мы видим необходимость различных подходов для тех бумаг, которые относятся к ликвидным, среднеликвидным (условно) и низколиквидным или неликвидным. В настоящее время Федеральной службой совместно с представителями бирж, саморегулируемых организаций и крупнейших профучастников уже разработаны подходы к критериям существенного отклонения. И уже появился первый приказ по критериям существенного отклонения цен на ликвидные ценные бумаги. Тем самым была выработана определенная методика составления списка ликвидных бумаг, то есть разделения всех тех торгуемых бумаг на группы в зависимости от

ликвидности. Для ликвидных бумаг мы использовали подход, связанный с коэффициентом волатильности, или стандартного отклонения при расчете на 30-дневном интервале всех сделок с ценными бумагами. Эти сделки фактически определяют по формуле (проект формулы расчета был вывешен на сайте ФСФР), позволяющей свыше 99% всех сделок считать заключенными в пределах стандартного отклонения, то есть не считать отклонение существенным. Все, что выпадает за кривую нормального распределения, будет считаться существенным отклонением. Методику, основанную на коэффициенте волатильности, мы используем по тому уровню, который сложился бы без этих сделок. То есть для того чтобы использовать эту методику, необходимо сначала из всех сделок выбрасывать по порядку сделки каждого из участников, каждого из клиентов и сравнивать со всеми сделками. Таким образом, перебор торговых счетов за конкретный день определит того участника, данные по сделкам которого будут сравниваться с коэффициентом волатильности. Тем самым мы будем максимально приближены к тексту закона и будем использовать наработанную практику бирж по определению показателей, возложенному на биржи.

Такие же подходы будут использоваться для определения объема, а также спроса и предложения по ликвидным бумагам. По ним сейчас готовится приказ.

Что касается среднеликвидных бумаг, там будет применен несколько иной подход. Будет использоваться не коэффициент волатильности, а спред между ценой продажи и ценой покупки.

Самый сложный подход будет использован при определении существенного отклонения по низколиквидным бумагам — вплоть до фиксированных значений, вплоть до аналитического подхода, возможно да-

же сравнение с активами эмитента. Как показывает практика, именно в сегменте низколиквидных или неликвидных бумаг осуществляется основное манипулирование.

В дальнейшем мы предложим методические рекомендации нашим организаторам торговли для товаров и валюты.

В формулу волатильности при определении методических рекомендаций для цены ликвидных ценных бумаг мы заложили коэффициент R. Этот коэффициент будет определяться Федеральной службой. Менять значение он будет при наступлении существенных событий общерыночного плана, например, во время кризиса или, наоборот, во время выхода из кризиса со значительным ростом рынка. Сейчас мы разрабатываем подходы, как регламентировать процедуру по определению этого коэффициента. Наверно, будет использован, в том числе, механизм привлечения экспертных мнений.

Следующее, о чем хотел бы сказать, это наша система мониторинга финансового рынка. Сейчас Федеральная служба получает сигналы о возможном манипулировании и неправомерном использовании инсайдерской информации из нескольких источников. Во-первых, жалобы со стороны инвесторов, просто граждан или организаций. К этому источнику можно отнести и обращения правоохранительных органов и наших коллег из других регулирующих органов. Кроме того, источник — это брокеры, которые совершают сделки в интересах своих клиентов и видят, что поручение клиента содержит какие-то признаки манипулирования. По действующему законодательству они должны сообщать об имеющихся у них подозрениях в ФСФР, что они, собственно, и делают. Еще один источник — это сообщения о нестандартных сделках организаторов торговли. И с конца

прошлого года мы запустили еще один источник получения информации, который охватывает все заявки и все сделки, которые осуществляются на наших биржах. Эта система предложена нам одним из лидеров мирового рынка в данной сфере — компанией «Актимайз». Компания предлагает своим потребителям — регуляторам, крупнейшим международным биржам, инвестиционным банкам — несколько моделей. Нами был выбран состав из пяти моделей, которые затрагивают большинство составов, упомянутых в 5-й статье 224-го закона.

Всего с октября прошлого года по 10 мая нынешнего обработано более 48 тысяч сигналов, сгенерированных этой системой. Структурно первая модель манипулирования ценами составляет четверть всех сигналов; вторая модель (сделки без экономического смысла) — половина всех сигналов; на «удержание цен» — 20%; фиктивные заявки — 1%, инсайдерские сделки — 4%, или, в абсолютном значении, 975 сигналов.

Все эти сигналы мы стараемся просматривать, в первую очередь те, которые имеют максимальный балл. К сожалению, этим занимается пока не так много сотрудников, но мы надеемся, что новое руководство будет уделять этому даже большее внимание, и мы сможем увеличить коэффициент полезного действия нашего специально созданного отдела по противодействию манипулированию и инсайду.

Спасибо.

Тамара Манукова. Закон говорит о двух самостоятельных правонарушениях — манипулировании, о котором мы коротко поговорили, и использовании инсайдерской информации. Слово Павлу Филимошину, ФСФР.

Павел Филимошин. Понятно, что закон не мог обойтись без определения инсайдерской информации и понима-

ет под таковой точную и конкретную информацию. Различного рода прогнозы, анализ, оценки не могут к ней относиться. Инсайдерская информация является инсайдерской до момента ее распространения или представления. С момента, когда она была раскрыта, и к ней получил доступ неограниченный круг лиц, она перестает быть инсайдерской. Поэтому в качестве второго критерия для отнесения информации к инсайдерской закон использует «нераспространение или непредставление такой информации неограниченному кругу лиц». И наконец, самый важный критерий связан с возможностью оказания такой информацией существенного влияния на цены финансовых инструментов, иностранную валюту или товары. Словосочетание «может оказать» уже содержит в себе конфликт, некую оценочную категорию, которую каждый участник может воспринимать абсолютно по-разному. Достаточно тяжело представить себе ситуацию, когда только один фактор влияет на рыночные цены. Все-таки рынок подвержен серьезным колебаниям, и на него влияет не один фактор, а группа факторов, причем, как правило, разнонаправленных. Поэтому оценочность определения в законе компенсируется тем, что к инсайдерской информации относится лишь такая, которая включается в закрытый перечень. В российском законе использована модель, согласно которой регулятору отводится роль определения закрытого перечня инсайдерской информации, на основе которой каждый конкретный инсайдер должен утвердить собственный закрытый перечень инсайдерской информации. Можно по-разному к этому относиться. Я лично считаю, что это не идеальная конструкция в законе. Достаточно тяжело сделать исчерпывающий закрытый перечень всей информации, которая может относиться к разряду инсайдерской.

Тем не менее эта работа завершена. Федеральной службой принят приказ, который утверждает перечень инсайдерской информации и порядок ее раскрытия. Этот документ определяет перечень инсайдерской информации применительно к конкретным категориям инсайдеров. Первая категория — это эмитенты ценных бумаг, ценные бумаги которых допущены к публичным торгам либо в отношении которых подана заявка о допуске к таким торгам. Для эмитентов такой перечень инсайдерской информации был разработан на основании перечня сообщений о существенных фактах. Как вы наверняка все знаете, 7 апреля текущего года вступили в силу изменения в Закон о рынке ценных бумаг, которые ввели новые категории существенных фактов и расширили данный вид информации. Для других категорий, например, для управляющих компаний, перечень содержит восемь позиций, в силу которых информация относится к инсайдерской.

Самая конфликтная ситуация возникала при определении перечня инсайдерской информации применительно к профессиональным участникам рынка ценных бумаг. Хочу отметить, что с точки зрения закона инсайдерами-профучастниками являются лишь такие, которые получают такую информацию от клиентов и совершают операции на организованном рынке в интересах своих клиентов. С нашей точки зрения, такими профучастниками являются только брокеры и в каких-то случаях доверительные управляющие, действующие от имени своих клиентов. Обсуждались различные подходы. Например, в одном из вариантов предусматривались количественные критерии, скажем, критерии по объему бумаг, содержащихся в поручении, поступающем от клиента; критерии, связанные с общей суммой, содержащейся в поручении на покупку/прода-

жу ценной бумаги. Но, с нашей точки зрения, это представляет собой среднюю температуру по больнице, причем она может быть одной для акций и совершенно другой для облигаций. А для нас важна все-таки температура конкретного больного. Поэтому в итоге мы решили отказаться от количественных критериев. Также обсуждался вариант с отнесением к инсайдерской информации поручений, которые исходят от самих клиентов, являющихся инсайдерами, то есть включенных в список инсайдеров.

От этого подхода тоже пришлось отказаться, с одной стороны, потому, что не только поручения этих клиентов содержат инсайд (с нашей точки зрения), во-вторых, потому, что эта информация не распространяется в общем доступе.

Теперь хочу сказать об общих запретах, направленных на непропорциональное использование инсайдерской информации. Закон не говорит о запрете на совершение операций и сделок на основании инсайдерской информации. Закон говорит о непропорциональном использовании инсайдерской информации при совершении сделок. Более того, специально подчеркивается, что даже если сделка с непропорциональным использованием инсайдерской информации совершена, она все равно действительна и не может быть оспорена. А профучастник освобождается от ответственности, если он совершает такую сделку по поручению своего клиента, и в этом случае ответственность переходит на клиента. Также не допускается передача инсайдерской информации третьим лицам и дача рекомендаций и различного рода побуждений к совершению сделок на основании такой инсайдерской информации.

Подчеркну, что эти запреты и ограничения касаются любых лиц, совершающих операции и сделки на финансовом рынке, а не только тех, кого закон относит к инсайдерам.

В законе инсайдеры разбиты на три большие категории. Я все-таки думаю, что лучше разбивать их на две большие группы. Скажем, инсайдеров первой группы — от которых исходит сама инсайдерская информация. В первоначальном проекте они назывались первичными инсайдерами. К таким инсайдерам я бы относил эмитентов ценных бумаг и управляющие компании; хозяйствующих субъектов, занимающих доминирующее положение на товарном рынке (подчеркну, в географических границах Российской Федерации); организаторов торговли и представителей биржевой инфраструктуры — расчетные депозитарии, расчетно-кредитные организации и клиринговые организации. Профучастники к таким первичным инсайдерам не относятся, поскольку закон еще раз указывает на то, что они получают такую информацию от клиентов. С этой точки зрения они относятся ко второй группе, к так называемым вторичным инсайдерам, хотя таких определений сейчас в законе не осталось. Все остальные инсайдеры, по тем или иным основаниям получающие доступ к инсайдерской информации, на мой взгляд, тоже относятся ко второй группе.

Особняком стоят такие организации, как рейтинговые агентства.

На лиц, относящихся к инсайдерам, закон накладывает новые обязанности. Появляется такая новая обязанность, как ведение списка инсайдеров. Причем для разных лиц закон предъявляет разные требования к тому, каких именно лиц следует включать в такой список. В общем случае это сотрудники организации, имеющие доступ к инсайдерской информации на основании тех или иных договоров. Еще одна обязанность — уведомлять лиц о включении в такой список или исключении из него. Уже разработан нормативный документ, который определяет порядок такого уведомления.

Требования о мерах по предотвращению правонарушений, связанных с неправомерным использованием инсайдерской информации, уже вступили в силу с 27 января текущего года. Они предусматривают утверждение формального документа, в котором содержится порядок доступа к инсайдерской информации, определение должностного лица структурного подразделения по контролю соблюдения закона. Это должностное лицо должно быть подотчетно совету директоров. Что значит «подотчетно», закон не расшифровывает, и возникают различные вопросы.

Екатерина Казаченко. Если с понятием «манипулирование» мы были знакомы по предыдущей редакции Закона о рынке ценных бумаг, то с темой инсайдерской информации мы сталкиваемся в российской практике в первый раз. В связи с этим существует ряд вопросов, на которые сейчас коллеги попытались ответить.

Существует еще один ряд вопросов, ответ на которые в данный момент пытается совместно со своими участниками выработать НАУФОР. Тамара Манукова расскажет о работе НАУФОР по разработке стандартов.

Тамара Манукова. В соответствии с законом саморегулируемые организации должны были разработать стандарты по предупреждению манипулирования и использования инсайдерской информации. Стандарт по манипулированию уже готов. Он одобрен советом директоров, размещен на сайте НАУФОР и рекомендован к применению. Стандарт был разработан с участием правового комитета и рабочей группы по внутреннему контролю.

В части разработки стандарта по манипулированию перед нами стояло две задачи. Первая — однозначно уяснить для себя содержание

самих составов манипулирования. Однозначное мнение по этому поводу сложилось далеко не сразу. Вторая задача, как мне кажется, основная, — была построить модель добросовестного профучастника, в частности, добросовестного брокера. Что это значит? Мы попытались предложить подробный перечень мер, принятие которых участником свидетельствовало бы о его добросовестности и исключало его вину даже в случае выявления манипулирования. Эти меры условно можно разделить на организационные и процедурные.

Гораздо большее количество вопросов у нас вызывает стандарт по предотвращению использования инсайдерской информации. Стандарт не готов. Во-первых, потому, что ФСФР еще не выпустила нормативные акты, на основании которых мы могли бы этот стандарт завершить. Во-вторых, потому, что в части использования инсайдерской информации гораздо сложнее определить перечень мер, которые являлись бы эффективными и достаточными для защиты профучастника от ответственности. В частности, одним из основных вопросов является возможность использования «китайских стен» как меры по противодействию использованию инсайдерской информации, которая предотвратила бы ее перетекание из одного подразделения организации в другое. Это особенно актуально еще и потому, что на рынке практически не осталось организаций, которые бы занимались исключительно одним видом деятельности. Здесь возникает вопрос: воспримет ли российская правоприменительная практика «китайские стены», и станет ли их использование основанием для освобождения профессиональных участников от ответственности? Мне бы хотелось, чтобы по этому поводу высказались представители профучастников. Слово Марии Шляпиной, «ВТБ Капитал».

Мария Шляпина. Спасибо. Я представляю компанию, которая обладает лицензиями профучастника и, кроме того, является частью инвестиционно-банковской группы. Мы являемся объектом регулирования этого закона, являемся инсайдером, поскольку осуществляем в интересах клиентов торговые операции с финансовыми инструментами и валютой. С другой стороны, мы осуществляем инвестиционно-банковскую деятельность, на основании договоров оказываем инвестиционно-консультационные услуги нашим клиентам. Послушав выступление Павла (Филимошина), я подумала, что, возможно, у нас нет проблемы, которую, как нам казалось, рождает закон. А именно, профучастник, чьи сотрудники осуществляют операции с финансовыми инструментами, валютой, товарами, используя инсайдерскую информацию или манипулируя рынком, как нам казалось, в этом случае имеет презумпцию вины и должен доказать регулятору, что он предпринял необходимые меры для предотвращения таких нарушений у себя в компании. Однако Павел объяснил, что если все, что является инсайдерской информацией, поступающей к профучастнику, — это поручение клиента, то, может быть, и проблемы не существует.

Если компания аккумулирует в себе информацию, в том числе инсайдерскую, то интересно, как регулятор будет наблюдать за тем, как компании будут отстраивать у себя режим контроля добросовестного использования такой информации. «Китайские стены», о которых упоминала Тамара, действительно были бы правильным шагом. Мы бы хотели, чтобы регулятор воспринимал эти меры как адекватные и полноценные.

Еще один вопрос, который мы пока не обсуждали сегодня (он тоже актуален для компаний) — это применение требований закона и квали-

фикации инсайдеров к иностранным лицам и компаниям. Очень часто мы оказываем услуги от лица иностранных компаний или в тандеме, это международная практика. Многие иностранные банки имеют здесь дочерние структуры, имеющие лицензии на профессиональную деятельность. Любой консультант компании, в том числе иностранец, может оказаться инсайдером второй категории. Возникают вопросы: как отчитываться? как раскрывать информацию? как соблюдать требования? как вообще соответствовать требованиям закона при установлении системы контроля над соблюдением требований закона? как организовывать подразделение, службу или лицо, которое будет осуществлять контроль. Вопросы не праздные. Это вопросы раскрытия языкового барьера защищенных каналов связи. Хотелось бы получить как минимум комментарий от регулятора и как максимум посмотреть на то, насколько уместен экстерриториальный характер этих норм.

И последний момент, на котором я хочу остановиться. Как требования закона о запрете на распространение инсайдерской информации будут применяться в наших сделках, и в частности, в широко анонсированной приватизационной программе, в сделках, когда мы выводим российские компании на международные рынки. Практика подготовки этих сделок такова, что если мы выводим российскую компанию на международное размещение, то должны месяца за два до начала сделки подать заявление на допуск к торгам российских бумаг, потом получить разрешение регулятора на размещение и обращение за рубежом российских ценных бумаг. И если я правильно понимаю применение закона, то с этого момента начинает действовать ограничение на распространение информации, касающееся вторичных инсайдеров. Велика веро-

ятность того, что в ходе подготовки таких сделок согласно сложившейся международной практике эмитент — первичный инсайдер — раскрывает информацию банкам-организаторам, которые при этом являются профучастниками (как правило, российскими брокерами); эта информация обрабатывается банком-организатором и выдается инвесторам, то есть не распространяется, а представляется третьим лицам и может повлиять на рынок. На Западе существуют определенные изъятия из общего ограничения на использование инсайдерской информации, там несколько иной прядок допуска к листингу бумаг, это происходит в конце процесса подготовки сделки, а не за два месяца, как у нас.

Екатерина Казаченко. Как же все-таки биржа будет контролировать действия, которые могут квалифицироваться как инсайд и манипулирование? Ответить на вопрос хотелось попросить Андрея Салащенко, биржа РТС.

Андрей Салащенко. Коллеги, спасибо за возможность выступить. Для затравки дискуссии я бы предложил вопрос, который постоянно слышу от своих коллег с рынка. Они говорят: мы значения коэффициента R не знаем. Давайте вы сами будете его считать и ежедневно раскрывать на сайте, а мы будем с этим существовать.

Начну по порядку. Когда закон появился, то коллеги с другой биржи считали, что биржам специально делать особо ничего не придется, мы уже все предполагаемые законом действия и так фактически совершаем (в том или ином виде). Если посмотреть на функции биржи, то по большому счету все, что написано в законе, уже было. Не было одного словосочетания — «противодействие инсайдерской информации». Биржа может собрать списки инсайдеров. Было много обсуждений

по поводу технологий — как биржи будут это делать. Судя по всему, будет разработана форма. Мы продолжим работать с сайтом и сделаем личные кабинеты, которые, в том числе, будут разбирать соответствующие форматы файлов.

С представлением списка инсайдеров мы, скорее всего, в том или ином виде разберемся. Правда, у меня возник вопрос к коллегам. Зачем нам обновлять список инсайдеров к 10 утра? Серьезных участников и эмитентов это вполне может взволновать. Как показывает мой опыт работы, если прописано время 10.00, а информация «родилась» вчера вечером, то вероятность технических сбоев крайне высока. Дальше все превращается в формальный надзор, который осуществляется только потому, что так написано. А если надзорные требования не исполняют, значит, надо штрафовать.

Далее. Раскрывать информацию, если нас попросят, мы будем в состоянии. Можем выявить большую часть сделок лиц, которые включены в список инсайдеров. Почему большую, а не всю? Здесь уже говорили о проблемах с иностранцами, у нас ровно та же самая история. И несмотря на то что ФСФР поменяла много чего, связанного с иностранцами, в отношении недолжных практик разобраться с иностранцами нам будет так же тяжело. Кодировки могут быть разными, особенно если это иностранные юридические лица. И здесь мы попадаем в ситуацию, когда биржа не может понять, кто же в конечном итоге является бенефициаром по всем сделкам.

Мы будем проводить анализ новостного фона, можем запросить информацию, но в конечном итоге не можем сделать главного — получить доказательства причин.

Роль бирж, безусловно, очень значима, и главный для нас вопрос — это критерии существенности. Их действи-

тельно устанавливаем мы, но мы не сможем сделать вывода, и это главное. Поэтому все равно в том или ином виде информация окажется в ФСФР.

Что касается манипулирования, то здесь биржа не сможет понять, какова роль этих сделок в общем объеме сделок на рынке, никоим образом не сможет оценить эти действия в совокупности с другими действиями, в том числе на внебиржевом рынке, не сможет однозначно понять, кто является конечным бенефициаром. И не сможет понять главное — была ли манипуляция. Что бы ни говорили по поводу того, что ФСФР принимает необоснованные и необъективные решения, в данной ситуации я должен выразить уважение коллегам: борьба с манипулированием начиналась с очень неоднозначного, на мой взгляд, решения по компании «АЛОР».

Возвращаясь к вопросу о том, что биржам ничего нового после введения закона делать не нужно. Нужно. Самое главное — им нужно искать существенное отклонение от цены! Я настоятельно прошу оказать помощь коллегам из ФСФР, которые открыто обсуждают с нами все эти вопросы. И я надеюсь, что у нас совместно с НАУФОР и другими коллегами получится организовать обсуждение по поводу установления критериев.

Елена Куткина. Скажите, пожалуйста, Павел, в ходе разработки этого нормативного акта определились вы с тем, когда же все-таки информация, содержащаяся в поручении клиента, перестает быть инсайдом?

Павел Филимошин. После исполнения поручения или после его отклонения.

Елена Куткина. Спасибо. Потому что мы боялись, что наш персонал останется инсайдером навечно.

Следующий вопрос. Как мы все-таки поймем, что поручение может оказать существенное влияние?

Павел Филимошин. Я думаю, что мы будем сталкиваться с конкретными случаями, когда это произойдет по факту — когда конкретное поручение уже привело к существенному изменению цены. Поэтому у профучастника должна быть так выстроена система внутреннего контроля, чтобы те конкретные лица, которые совершают операции с бумагами по поручению клиентов, не предпринимали недобросовестных действий, то есть не передавали такую информацию с целью совершения сделки и зарабатывания денег третьими лицами. Может быть, саморегулируемые организации помогут нам в этом, разрабатывая стандарты, которые позволят на основании каких-то критериев относить поручения к разряду инсайдерской информации.

Елена Куткина. Именно потому, что мы пытаемся выстроить у себя систему контроля, и возник этот вопрос — чтобы понимать, что именно эта система должна контролировать и за распространением какой информации мы должны наблюдать.

Павел Филимошин. Вы согласны с тем, что любые поручения клиентов — это конфиденциальная информация? Соответственно, доступ к этой информации должен быть ограничен. И в идеале профучастник не должен совершать какие-то другие сделки, основываясь на этой информации, пока она не стала общедоступной для третьих лиц. На российском рынке не так много ликвидных бумаг. Для конкретных бумаг конкретные количественные показатели можно попытаться выработать и включить их в конкретный перечень инсайдерской информации конкретного профучастника.

Тамара Манукова. Я хочу задать вопрос Андрею как представителю биржи. Сейчас ФСФР в прямом смысле слова

бьется над рекомендациями по определению критериев «существенного отклонения». И пока эти документы не готовы, профучастники просто не в состоянии настроить свой софт таким образом, чтобы не допускать манипулирования. Вообще сама настройка или приобретение софта могут быть дорогостоящими, и даже это не гарантирует эффективность полученного продукта. В связи с этим вопрос. Не собираются ли биржи как флагманы борьбы с манипулированием разработать такой софт и предлагать его к продаже участникам рынка?

Андрей Салашенко. Мне кажется, одна такая компания уже есть. Это компания, которая поставила систему мониторинга в ФСФР. Она пытается предложить эту систему всем биржам, участникам.

Если говорить о нашей бирже, то у нас есть партнеры совсем в другой сфере, которые на самом деле занимаются тем же самым, — интеллектуальными системами. Мы с ними начали общаться на предмет того, чтобы выйти к коллегам из ФСФР с предложением создать подобную систему. На мой взгляд, такая система нужна не только участнику, но и бирже, и самому регулятору, потому что я не вижу пока «выхлопа» со стороны «Актимайза». Поэтому ответ: да, такую систему, скорее всего, будут делать.

А у меня вопрос к Денису. Все говорили о существенности в том или ином виде. Мне кажется, что критерий «существенность» в тех местах, где его можно выкинуть, надо выкинуть. Не кажется ли разумным, что, например, когда на биржу представляется список инсайдеров, то глупо указывать список инструментов, на которые окажет существенное влияние их инсайдерская информация?

И второй вопрос. Если все-таки нам не дали информацию о том, на какие бумаги оказывается существенное

вливание, то почему мы должны отказываться?

Денис Гавинский. Указывать в списке инсайдеров тот инструмент, к которому конкретный инсайдер имеет доступ, на самом деле было предложением биржи.

Андрей Салащенко. Вопрос: какой биржи? Если биржи договорятся этого не делать, то тогда ФСФР готова изменить это требование?

Денис Гавинский. ФСФР готова изменить все, что можно делать в рамках закона, все, что направлено на повышение эффективности мер регулирования. Что же касается этого списка и соотношения инсайдера с инструментом, то я сейчас не могу говорить о готовности регулятора изменить этот пункт.

Андрей Салащенко. В законе об этом говорится достаточно общей фразой. Поэтому я и говорю: давайте убьем упоминание существования там, где это не нужно.

Еще один вопрос. Насколько я знаю, ФСФР согласилась с мнением участников, что представление согласия физического лица на обработку его личных данных может фантастически затормозить весь процесс. Я бы попросил Тамару прокомментировать.

Тамара Манукова. Этот пункт был внесен в приказ по настоянию организаторов торговли. Да, это так. Они рискуют, потому что, обрабатывая персональные данные физических лиц без их согласия, они нарушают закон о персональных данных. Формулировка Закона о манипулировании не позволяет однозначно сделать вывод о том, что это тот самый закон, на основании которого можно обрабатывать персональные данные без согласия. Мы провели переговоры с биржами, и биржи пообещали отказаться от своего требования получать согласие на обработку

персональных данных, если случится одно из двух событий, — будут внесены соответствующие изменения в Закон о персональных данных или от Роскомнадзора (регулирующего органа в области персональных данных) поступит позитивный ответ, в котором будет указано, что обработка персональных данных на основании Закона об инсайде и манипулировании — это и есть обработка, не требующая согласия. Мы подготовили такой запрос и попросили коллег из ФСФР направить его от имени Федеральной службы, поскольку считаем, что ответ, полученный Федеральной службой, будет более ценен и весом.

Денис Гавинский. Такое письмо было получено нами 4 мая. Сейчас мы изучаем этот вопрос.

Андрей Салащенко. Мы с коллегами с ММВБ внимательно вчитывались в перечень инсайдерской информации бирж. Какого мнения ФСФР относительно того, что в списке инсайдерской информации бирж есть некоторые пункты, из-за которых теоретически можно включить в список инсайдеров профучастника или эмитента? Например, информация о дате начала торгов, которая согласовывается с эмитентом; информация о заключении маркетмейкерского договора, о чем знают профучастник и эмитент. Если мы будем хотя бы на два-три дня включать этих профучастников в список, это будет выглядеть, мягко говоря, странно. При этом если все-таки читать буквально, то есть высокая вероятность того, что они могут попадать в этот список.

Павел Филимошин. Тот документ, который был принят, касается перечня инсайдерской информации. А ваш вопрос в основном связан со списком инсайдеров. Я могу ответить: например, если на биржу подается заявка о

допуске ценных бумаг к торгам (она может быть подана самим эмитентом или профучастником), то с точки зрения закона список биржи включает лицо, имеющее доступ к инсайдерской информации. Но в этом случае лицо, подающее заявку, не имеет к ней доступа, оно само эту информацию воспроизводит, это его собственная заявка. И с этой точки зрения глупо предполагать, что закон имел в виду именно этот случай, говоря о допуске к этой информации третьего лица. Иными словами, я не считаю, что в этом случае лицо, подающее заявку, должно включаться в список инсайдеров биржи. Точно так же, как профучастник, получающий поручение от клиента, не должен включать клиента в список своих инсайдеров, потому что это поручение самого клиента. Клиент не получает к ней доступ, а изначально обладает этой информацией.

Вопрос из зала. Профучастники обязаны разработать список инсайдерской информации. По закону такой информацией является поручение клиента. Поясните, пожалуйста, что такое «список» информации? Законом сказано только о поручении клиента.

Павел Филимошин. Закон обязывает профучастника на основании нормативного документа службы, определяющего перечень инсайдерской информации, разработать свой собственный исчерпывающий перечень инсайдерской информации. Как минимум вы должны включить в этот перечень формулировку из нашего нормативного акта, что те поручения, которые поступают от клиентов и могут оказать существенное влияние на стоимость торгуемых бумаг, относятся к этой информации.

Перечислять конкретные бумаги смысла не имеет. Вы можете попытаться для конкретных бумаг придумать количественные критерии.

Вопрос. Как должен выглядеть список инсайдеров? Фамилия, имя, отчество, наименование? или полный объем реквизитов?

Денис Гавинский. Вам надо посмотреть приказ ФСФР 11-3, который определяет порядок уведомления об инсайдерах. Есть информация, которая направляется инсайдеру — лицу, включенному в список. Остальное определять вам. Список инсайдеров размещать на сайте не надо, а перечень инсайдерской информации — да.

Вопрос. Порядок неправомерного использования служебной информации мы убираем из внутренней документации? Теперь глава 8 39-ФЗ утратила силу. В соответствии с этим нормативным документом порядка использования служебной информации не должно у участника быть?

Денис Гавинский. Вы, наверно, имеете в виду перечень мер по манипулированию. Здесь надо будет все приводить в соответствие закону. Скорее всего, сейчас будет идти некое дублирование. Но пока эти документы на основе требований других наших актов должны быть у вас.

Вопрос. Для профучастника инсайдерская информация — это поручения клиентов. Ни аудитор, ни кредитная организация, ни информационное агентство не имеют непосредственного доступа к этой информации. Мы можем их не включать в список инсайдеров?

Денис Гавинский. Если подходить с точки зрения статьи 4-й закона, то там идет речь о профучастниках, которые получают инсайдерскую информацию от клиентов. Для того чтобы составить список, надо посмотреть 9-ю статью закона. По-моему, для профучастников надо указывать только руководство и сотрудников, имеющих доступ. Больше никого включать в список не надо.

Вопрос. Денис очень хорошо говорил по поводу того, как составлять список инсайдеров. Действительно, 9-я статья определяет механизм составления списка. Если внимательно почитать то, что написано, то получается, что 9-я статья исключает из списка инсайдеров лиц, которые владеют 25% акционерного капитала данного эмитента. Это нонсенс. Что вы думаете по этому поводу? Получается, что мы инсайдерами должны делать не акционеров, а свои дочерние компании.

Денис Гавинский. Я думаю, это ошибка закона.

Вопрос. В начале года прокатилась волна судебных исков по поводу представления информации миноритарным акционерам. Шестой пункт четвертой статьи. Там через запятую написано «а также лица, которые на основании законов имеют доступ...» и так далее. Теперь благодаря высшему арбитражному суду мы всех акционеров должны включать в список инсайдеров. Они все будут инсайдерами, исходя из того, что могут обратиться в компанию и в качестве миноритарных акционеров запросить информацию, относящуюся, в том числе, к инсайдерской.

Денис Гавинский. Я уже ответил, что это ошибка закона, но может быть, это счастливая ошибка, потому что она разрешает акционеров (независимо от объема принадлежащего им пакета акций компании) в список инсайдеров эмитента не включать, хотя по логике они обладают доступом к этой информации. То есть ответ: не включайте акционеров в список своих инсайдеров.

Вопрос. Андрей Салащенко говорил, что есть проблемы с приказом 11-3. Они связаны с тем, что не продумана технология реализации. Это связано с получением согласия физических лиц на раскрытие персональных данных.

Но мы забываем еще о том, что возникает большой объем информации об операциях. Возникает огромный массив информации, не контролируемой с точки зрения ее перемещения, и невольно люди начнут эту инсайдерскую информацию раскрывать. Приказ 11-3 — хороший документ, но мне кажется, он не готов к тому, чтобы по нему совершать сейчас какие-то процедуры. Это, как в свое время произошло с Законом о легализации, приведет к тому, что придется направо и налево всех штрафовать за ошибки в запятых или за нарушения сроков на один день. Может быть, имеет смысл либо приостановить действие 11-3, либо существенно его изменить в пользу упрощения процедур передачи информации и снятия технологических барьеров?

Екатерина Казаченко. Коллега, я не работник ФСФР и, будучи представителем профучастника, всячески поддерживаю вашу обеспокоенность и от себя лично могу привести еще массу других примеров. Но в данной ситуации мне бы хотелось, по крайней мере, обратить внимание профсообщества на тот факт, что наш регулятор в настоящее время имеет приятную для нас всех привычку публиковать проекты нормативных актов на своем сайте. Мне бы хотелось призвать все сообщество подходить к вопросу более конструктивно. Иного пути, кроме как проходить этот путь всем вместе, нет.

НАУФОР в данной ситуации берет на себя очень большую функцию — организует рабочие группы, конференции, открытые заседания комитетов и комиссий. Давайте активно работать вместе. **□**