

Бизнес в деталях

Конференция НАУФОР позволяет получить информацию из первых уст и обсудить то, что остается за рамками глобальных дискуссий

6 октября 2011 года в Екатеринбурге в четвертый раз прошла ежегодная Уральская конференция «Российский фондовый рынок». Конференция уже завоевала одно из лидирующих мест в ряду мероприятий, посвященных продвижению темы развития отечественного фондового рынка.

На конференцию собрались более 250 делегатов, включая большое количество представителей столичных компаний.

Конференция стала площадкой, на которой ежегодно поднимаются самые актуальные вопросы развития индустрии профессиональных посредников на рынке ценных бумаг — с точки зрения как развития бизнеса, так и роли индустрии в развитии отечественной экономики, ее состоянии, насущных проблем и перспектив развития.

Смешанный формат конференции, соединяющий в себе информационную часть и дискуссионный круглый стол (материалы круглого стола можно прочитать в этом же номере), предоставляет участникам возможность получить информацию из первых уст и вынести на обсуждение детали бизнеса профучастника, которые обычно остаются за рамками глобальных дискуссий.

В ходе конференции также состоялись ставшие традиционными семинары, организованные ММВБ–РТС. Они были посвящены возможностям финансирования бизнеса через инструменты биржевого рынка, а также перспективам развития срочного рынка и рынка с отложенными расчетами.

Первая часть конференции «Современное состояние российского фондового рынка и его развитие»

Евгений Софрыгин, министр экономики Правительства Свердловской области. Приятно, что четвертый год подряд профессиональные участники фондового рынка и представители регулирующих органов из Москвы, Уральского, Сибирского, Дальневосточного регионов съезжаются в Екатеринбург, чтобы обсудить современное состояние и развитие российского фондового рынка.



Последствия прошедшего кризиса Свердловская область преодолела уже к концу 2010 года. Мы отгрузили продукции в январе-августе этого года на 30% больше, чем за аналогичный период прошлого года, на столько же вырос объем инвестиций в основной капитал. У нас стабильная ситуация в банковском секторе, с начала года на 34% вырос суммарный размер собственных средств банков, на 48% выросла сумма выданных кредитов индивидуальным предпринимателям.

Между тем, темпы экономического роста Свердловской области начали замедляться. Отчасти это связано с

тем, что экономика региона существенно зависит от колебаний, которые происходят на рынке металлов, более 30% прибыли областного бюджета формируется предприятиями металлургии.

Объем инвестиций в экономику области в 2015 году, по нашему прогнозному плану, должен составить 520–600 млрд рублей. И чтобы выйти на этот показатель уже в текущем году мы ставим планку по привлечению 270 млрд рублей. Это на 30% выше, чем в прошлом году, и пока мы движемся в соответствии с этими прогнозами. Это позволит нам выйти на уровень инве-

стиций 30–35% к валовому региональному продукту.

Дополнительным импульсом для развития Свердловской области служат капиталоемкие проекты: Титановая долина, возрождение духовного центра Урала «Верхотурия», развитие Уральского университета, проведение в Екатеринбурге чемпионата мира по футболу, строительство ВСМ от Екатеринбурга до Москвы и участие в «Экспо 2020».

Сегодня акции шести компаний Свердловской области торгуются на фондовой бирже РТС, до недавних падений на фондовом рынке у некото-



рых эмитентов были планы по выходу на IPO. Тем не менее хотел бы отметить, что менее 1% населения вкладывают деньги на фондовый рынок, и это не совсем нормальная ситуация, нужно предпринимать совместные усилия для того, чтобы ее изменить.

Олег Вьюгин, председатель Совета директоров НАУФОР, председатель Совета директоров «МДМ-банка». Осень становится для финансового рынка тревожным временем. Что происходит сейчас? Очень похоже на осень 2008 года — падает курс рубля, банки вывозят капитал, по опережающим индексам происходит сокращение темпов экономической активности, начинаются аукционы Министерства финансов, Центральный банк сократил операции репо и так далее. Все это свидетельствует о нехватке ликвидности.

Давайте взглянем на экономическую ситуацию в целом. Есть три очень важных финансовых источника для поддержания позитивной экономической динамики в стране. Это банковская сфера, потому что кредит стал играть в экономике существенную роль за последние пять лет. Остановка кредитования фактически означает существенное сокращение темпов экономического роста в стране, а в отдельных случаях и падение.

Второй источник — это бюджет как инструмент, который превращает наше основное богатство — доходы от продажи нефти и других ресурсов — в денежное предложение или вообще стимулирует спрос в экономике.

И третья сфера — прибыль предприятий, которая во многом трансформируется в инвестиции на уровне этих же предприятий.

Глобальный долговой кризис, который начался в 2008 году, сейчас трансформировался в суверенный: большой долг США, большой долг стран еврозоны, который к тому же неравномерно

распределен и, к сожалению, как раз падает на страны с менее конкурентоспособной экономикой.

Держателями суверенного долга в Европе в основном являются банки, в Соединенных Штатах — банки и инвестиционные фонды. Недоверие инвесторов к способности обслуживать суверенные долги и есть источник современных проблем в мире. Недоверие построено все-таки на фундаментальных вещах. Сколько бы ни было конъюнктуры (будет ли ФРС проводить количественное смягчение, будет ли Европейский центробанк выкупать суверенные обязательства стран еврозоны), но в перспективе важен вопрос, будет ли американская экономика расти темпами выше, чем процентная ставка по долгам этой страны. То же — в отношении европейской зоны. Мы понимаем, что если ставка, за которую бюджеты должны уплачивать по суверенным обязательствам, выше темпов экономического роста, то это значит, что обслуживать долг можно, либо увеличивая налоговую нагрузку, либо строя дальнейшую пирамиду долга, то есть наращивая объем долга или его отношение к валовому внутреннему продукту.

К сожалению, никаких признаков экономического оживления ни в Соединенных Штатах, ни в Европе не видно. А ставка по долгам, из-за того что инвесторы нервничают, в целом оказывается не такой уж и приемлемой. В итоге получается, что кризис суверенных долгов вызывает проблемы прежде всего у банков, потому что госбумаги находятся на их балансах, и обесценение означает сокращение банковской ликвидности, даже угрозу состоятельности — и требует дополнительного капитала. Поэтому в мире возник большой спрос на ликвидность, и деньги стали уходить туда, где они наиболее нужны. В том числе они стали уходить из России.

Газета «Коммерсант» писала, что деньги вывозят дочерние отделения

западных банков, которым нужно сконцентрировать определенную ликвидность на уровне материнских компаний. Так совпало, что в 4-м квартале у российских банков есть платежи по внешним обязательствам до 16 млрд долларов. Когда курс рубля начинает падать, то, конечно, лучше заранее скупить эту валюту для будущих платежей. Все это проявилось в падении курса.

Распродажа российских активов с тем, чтобы вытащить из них средства, тоже происходит, поскольку инвесторы продают наиболее ценные с точки зрения данного момента активы и, стараясь поддерживать заданный уровень риска, продают также наиболее рискованные активы.

Если посмотреть, как падали национальные валюты в мире по отношению к доллару, то в России рубль упал до 15% за период турбулентности, бразильский реал примерно так же, южноафриканский ранд — так же. То есть на самом деле Россия здесь завязана в глобальную проблему. В этом риск финансового сектора — глобальные проблемы влияют на состояние российской финансовой системы в виде распродажи активов и определенного оттока капитала из страны.

Далее бюджет. Вообще пока рисков для финансовой системы и экономики нет, потому что цена нефти остается на уровне 100 долларов за баррель. До тех пор пока это так, бюджет будет играть, я бы сказал, даже стабилизирующую роль в экономике.

Упадет ли цена на нефть? Можно, не давая на этот вопрос прямого ответа, предположить, что проблемы суверенных долгов в США, наверно, приведут к тому, что у ФРС не останется иного выбора, кроме как продолжать стимулировать экономику. Это лучший выбор из всех зол, которые есть, потому что жесткая денежная политика окажется в текущей ситуации еще более непродуктивной. Поэтому, конечно, ФРС не

будет серьезным образом двигать ставку, и, скорее всего, мы увидим новый этап количественного смягчения, если ситуация сама по себе каким-то образом не улучшится. А это означает, что, скорее всего, цена на нефть останется на хорошем уровне.

На рекапитализацию европейских банков в связи с долговыми проблемами, по оценкам МВФ, требуется до 200 млрд евро. И, по оценкам того же МВФ, для того чтобы снять напряжение на рынке долгов, нужно предоставить примерно один трлн евро со стороны властей. То ли это будет получено путем перераспределения бюджетных средств внутри еврозоны, то ли за счет средств Европейского центрбанка, то ли тем и другим способом одновременно. Таким образом, в Европе мы, скорее всего, тоже увидим дальнейшее смягчение денежной политики. Это тоже позитив для уровня цены на нефть. То есть нельзя гарантировать, что именно так все и будет, но ситуация подталкивает к этому. Поэтому со стороны бюджета риск не очень большой.

Со стороны инвестиционной активности российских компаний можем предвидеть некоторое сокращение по естественным причинам. Глобальное замедление сказывается на темпах роста российской экономики, которые, видимо, с 4% уйдут в ближайший период на 2-3%. Соответственно, у российских компаний будет меньше прибыли и меньше активности на инвестиционном фронте.

Ключевой вопрос — будут ли сокращения? Потому что сокращение занятости и попытки сэкономить на расходах являются самым негативным выходом из возникшей ситуации. Я надеюсь, что больших сокращений не будет. Для этого на сегодня нет серьезных посылов. Если сравнить с 2008 годом, то внешняя задолженность банковской системы

на порядок ниже, банки в меньшей степени вовлечены в проблемы финансового рынка как такового, и, конечно, на фондовом рынке использовалось гораздо меньшее плечо и гораздо более осторожно. (Об этом говорит тот факт, что в текущей ситуации происходит не обвальное падение фондовых рынков, а сползание с отскоками.) Это означает, что было больше прямых вложений и меньше плеча, что способствует более устойчивой ситуации на фондовом рынке. Это означает, что обесценение активов не происходит обвально, и шансы для сохранения финансовой стабильности сегодня гораздо выше. Поэтому если мы имеем вторую волну кризиса, то гораздо более слабую. Как в цунами, где вторая волна гораздо слабее, и ее уже ждут.

Трудно делать прогнозы, но, по моему, правы те экономисты, которые два года назад говорили, что будет L-кризис. То есть кризис, падение и затем длительная стагнация. Позитивной будет новость о серьезных решениях европейских властей, и по европейским банкам они фактически уже приняли это решение, рекапитализация будет проведена. В ноябре, возможно, мы увидим более решительные действия в части суверенных долгов периферийных стран. Это будет позитив. Мы увидим восстановление рынков. Потом, возможно, какое-то решение не примет ФРС, и будет падение. Это, возможно, то, с чем мы будем жить ближайшее время.

Я считаю, что к этому можно приспособиться. Это глобальная ситуация, которая сказывается на России таким вот образом. Хотел бы сказать, что нельзя повторить то, что было. И 2008 год мы точно не повторим, хотя ситуация будет более сложной и менее приятной, чем это было в период восстановления в 2009–2010 годы.



Алексей Тимофеев, председатель Правления НАУФОР. Капитализация фондового рынка — один из главных показателей фондового рынка, характеризующих его роль в экономике страны. Мы помним времена, когда капитализация составляла 1 трлн 300 млрд, или, по другим оценкам, 1 трлн 600 млрд долларов и соответствовала уровню ВВП. Сейчас мы находимся заметно ниже этого уровня. Хотя после 2008 года капитализация постепенно увеличивается, она составляет не более 800 млрд долларов.

Для нас гораздо более важными являются качественные характеристики капитализации. 61,6% — доля, приходящаяся на десять наиболее капитализированных российских компаний по состоянию на середину этого года. Несмотря на то что с 2005 года доля крупных компаний уменьшилась примерно на 10%, тем не менее больше половины капитализации нашего рынка приходится всего на десять эмитентов.

По-прежнему значительна в капитализации и доля нефтегазовых компаний — в середине этого года она составляла примерно 47%. И то и другое является объяснением того, почему наш рынок столь зависим от цены на основные российские экспортные товары и от состояния дел относительно небольшого количества компаний.

С точки зрения ликвидности рынка акций, я думаю, мы сохраним объемы прошлого года. Уже на середину года объем достиг около 9 млрд рублей, а, стало быть, к концу года примерно удвоится. Гораздо более драматичными выглядят качественные характеристики этой ликвидности. Оборот акций десяти крупнейших эмитентов составляет почти 86% всего оборота. На Сбербанк и Газпром приходится по 25% российского оборота. Таким образом, 50% оборота составляет оборот всего лишь двух российских эмитентов.

Первичный рынок акций — один из важнейших элементов финансового рынка, который свидетельствует о том, выполняет ли фондовый рынок свое предназначение быть источником капитала для развития экономики. Сильный первичный рынок является одним из ключевых доказательств того, что в данном государстве сформировался финансовый центр. 2007–2008 годы, когда проходили размещения «Роснефти», ВТБ и Сбербанк, хотелось бы, но трудно назвать годами формирования российского первичного рынка. Трудно сказать, что российский первичный рынок был, а потом исчез. Вряд ли эти размещения, исключительные с точки зрения исключительной роли и масштабов эмитентов, являются знаком формирования первичного рынка.

В 2010 году произошли негативные качественные изменения, которые в этом году превратились в тенденцию, — все большее количество компаний отказываются от «параллельного» размещения. И хотя следует сделать оговорку, что первичный рынок в мире вообще закрылся и IPO носят в известном смысле случайный характер, тем не менее мы можем увидеть, что российские компании, в тех случаях, когда они делают IPO или SPO, идут по схеме, которую создал в прошлом году «Русал». То есть создают зарубежную холдинговую компанию, которая и привлекает средства. Понятно, что эта холдинговая компания — компания иностранная, размещает она иностранные ценные бумаги на иностранном рынке, при этом используется иностранная инфраструктура, привлекается иностранная индустрия. Зачастую в этом размещении участвуют и российские инвесторы. Но это не российский первичный рынок. Если вы обратите внимание на долю привлеченных таким образом средств, то обнаружите, что она составляет 70%. 70%

средств привлекается за рубежом не так, как прежде, — в результате параллельного размещения, а целиком. 30% мы сохранили пока исключительно благодаря IPO одного из российских банков, который делал параллельное размещение в первой половине этого года (рис. 1).

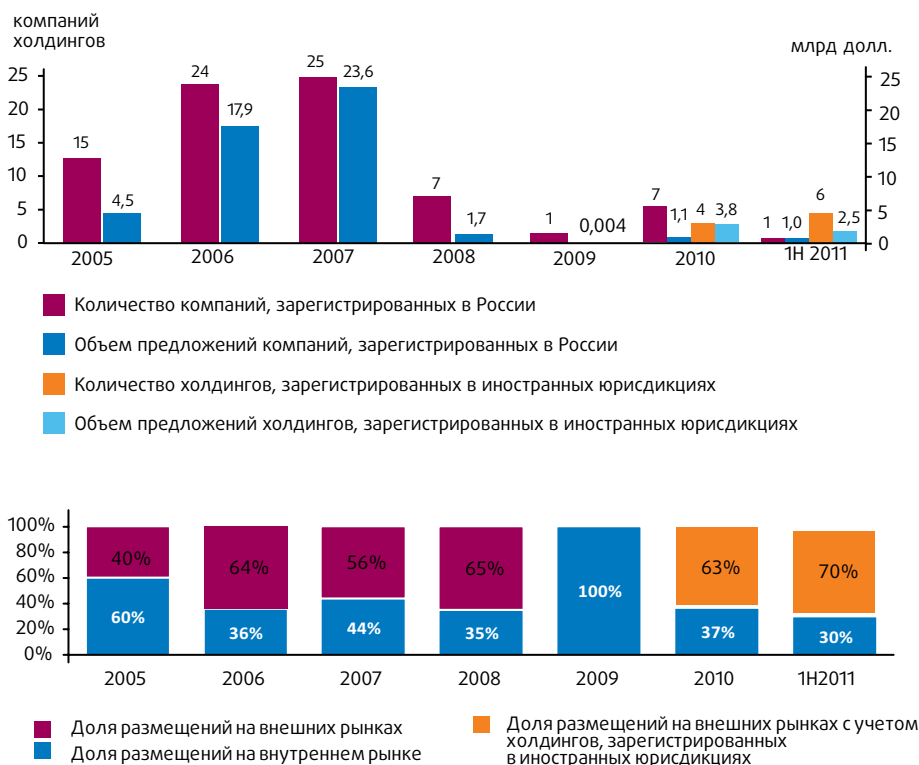
Внутренний рынок корпоративных облигаций демонстрирует рост, но, характеризуя его, можно было бы сказать о том, что все меньшее количество эмитентов делает частые займы. Объемы растут, облигационный рынок достаточно оживлен и демонстрирует определенное развитие.

Срочный биржевой рынок растет быстрыми темпами. В прошлом году он сначала превысил объем спот-рынка и достиг 150%, а за первое полугодие 2011 года его объем уже сопоставим с объемом прошлого года.

Индивидуальные инвесторы работают на рынке ценных бумаг прямо (через брокеров) или опосредованно (через паевые инвестиционные фонды). Наиболее адекватной статистикой здесь располагает ММВБ, ведущая учет уникальных клиентов. На все про все у нас сейчас 753 инвестора, которые инвестируют, пользуясь услугами брокера на фондовой бирже ММВБ. По оценкам НЛУ, у нас около 550 тысяч пайщиков, пользующихся услугами паевых инвестиционных фондов.

В конце прошлого года количество розничных инвесторов составляло (если иметь в виду, что пайщики и клиенты брокеров — часто одни и те же люди) около миллиона граждан. Эта цифра мало изменилась в течение полугодия. Мои коллеги отмечают, что несут деньги те люди, которые уже открыли счета, новые клиенты почти не приходят. Эти цифры свидетельствуют о совершенно ничтожном интересе российского населения к фондовому рынку. И это является одной из самых негативных черт нашего рынка. Стало довольно заметно снижаться и количество активных инвесторов.

РИСУНОК 1. ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК АКЦИЙ





Паевые инвестиционные фонды находятся в стагнации. Мы привыкли считать индустрию ПИФов индустрией в первую очередь ЗПИФов (65–70% активов этой индустрии сосредоточено именно там). Но для того чтобы оценить состояние индустрии коллективных инвестиций, обычно ориентируются на стоимость чистых активов открытых и интервальных паевых инвестиционных фондов. Объем активов, сосредоточенных в России в открытых и интервальных ПИФах, составляет приблизительно 0,3% ВВП. Это свидетельствует о том, что индустрии коллективного инвестирования, по существу, нет. Она не оказывает значимого влияния на поведение национального рынка. В конце прошлого года по этой индустрии был нанесен сильный удар, хотя и адресованный закрытым ПИФам (на них были распространены неудобные правила налогообложения недвижимого имущества), он задел всю индустрию. Так уж выходит, что управляющие компании и открытых, и интервальных ПИФов, которые использовали закрытые паевые инвестиционные фонды подобного рода как источник дохода и в известной степени за счет этого управляли открытыми и интервальными фондами, этот источник в значительной степени утратили, что сказывается и на открытых и интервальных фондах.

В негосударственных пенсионных фондах заметен довольно сильный рост активов за счет накопительной части. В течение всего лишь полугодия накопительная часть НПФ почти удвоилась. Увеличились и пенсионные резервы. Существуют оценки, по которым российские НПФ в 10–15-летней перспективе станут крупнейшими в Европе. Отлично. Но пока их объем не составил и 2% от ВВП. Это говорит о том, что и этой индустрии — одного из важнейших институтов долгосрочного инвестирования — на россий-

ском фондовом рынке, к сожалению, нет.

В России поставлена задача создания международного финансового центра. Каково место России на глобальном рынке? Если мы посмотрим на цифры, то даже сравнение со странами БРИКС только по некоторым позициям окажется неоскорбительным. Доля России в мировой капитализации, равная 2%, сопоставима с долей Бразилии и Индии. А вот Китай занимает уже 7%, — заметно больше, чем все прочие страны БРИКС.

Еще один важный показатель — объем торгов. У нас он составляет менее 1% от мирового объема и близок к показателям Бразилии и Индии. А посмотрите на объемы Китая — это уже 11% глобальной ликвидности. Что касается внутреннего рынка долговых ценных бумаг, то он ничтожен по сравнению со всеми странами. Несмотря на развитие, о котором я говорил, он составляет 0,2% глобального рынка долговых ценных бумаг, что несопоставимо даже с показателями Бразилии и с Китая. В России недостаточно емкий, маленький внутренний долговой рынок, он равен 15% ВВП.

Индивидуальные инвесторы. Я уже говорил, что по нашей оценке их около миллиона, то есть менее одного процента российского населения (точнее — 0,7%). В Китае на фондовом рынке инвестируют уже 94 млн граждан, это больше, чем в США, хотя, конечно, с точки зрения доли всего населения в США инвестируют больше.

Я говорил о том, что на национальном рынке фактически нет индустрии коллективного инвестирования, тем более незаметна она на глобальном рынке. На активы российских открытых и интервальных фондов приходится две сотых процента глобальных активов этой отрасли. Подавляющее большинство активов фондов (в случае с США это взаимные фонды)

сосредоточены именно в США. Там их 47%, и ситуация пока незначительно меняется. Но посмотрите, что произошло с Бразилией. Активы их фондов превысили активы фондов Великобритании.

Пенсионные резервы — еще одно слабое место российского фондового рынка. В цифрах на них приходится 0,8% совокупных пенсионных резервов мира. Лидер — естественно, США, сконцентрировавшие в негосударственных пенсионных фондах 40% этого рынка. В Китае их нет вовсе, но такова уж эта страна — там вообще нет пенсионных продуктов.

Итак, перед российским фондовым рынком, как и пять лет назад, стоят все те же вызовы. Это узкий круг обращающихся акций, низкое качество капитализации, незначительный объем долгового рынка. Высока концентрация оборота по акциям. Долгосрочных внутренних инвесторов — тех, кто определяет поведение национального рынка и в свою очередь является притяжением для долгосрочных иностранных глобальных инвесторов, — в стране нет. Активы ПИФов и НПФ незначительны. К сожалению, роль национального первичного рынка, а значит, и финансового центра, для России выполняют рынки других стран.

Елена Курицына, заместитель руководителя ФСФР России. Хотелось бы попытаться дать короткий комментарий на те вызовы, о которых говорил Алексей.

Безусловно, ситуация с нашим рынком тяжелая. И самое, наверно, плачевное, что за прошедшие шесть лет, несмотря на все усилия государства в лице соответствующих органов и самого рынка, сколь-нибудь существенного прогресса мы не увидели. Мы не повторили примера Польши, которая показывает настолько опережающие по сравнению с Россией темпы роста

финансового рынка, рынка первичных размещений, рынка долгового финансирования, темпы прироста участия населения в финансовом рынке, что становится просто горько от того, что мы не готовы были простимулировать наш рынок к аналогичному росту. Давайте попробуем проанализировать причины, о которых говорил Алексей.

Сосредоточусь на близкой мне теме развития рынка первичных размещений.

Очевидно, что здесь можно выделить три большие группы проблем. Первая, и самая, наверно, серьезная — это инвестиционный климат. На инвестиционный климат очень сложно влиять действиями конкретного регулятора. Это изменения в государственной политике, социальном развитии, очень серьезные институциональные изменения и изменения в сознании граждан нашей страны. До сих пор сохраняют свое серьезное значение проблемы, которые были актуальны еще в начале 90-х годов, когда мы впервые начали говорить про фондовый рынок. По-прежнему не решены до конца проблема защиты частной собственности и вопросы защиты прав инвесторов. На наш инвестиционный климат самым неблагоприятным образом влияет непрозрачность и непредсказуемость системы принятия ключевых государственных решений. Очевидно, что неудовлетворительным образом работает также и правоприменительная, и судебная система.

Все это вместе и приводит к тому, что компании с российскими активами создают материнские или холдинговые компании в зарубежных юрисдикциях. Предпочитают получать листинг в Лондоне, Гонконге, теперь уже даже в Варшаве, и не только по финансовым соображениям. Теперь у российских акционеров есть некое представление о том, что если их компания формально становится зарубежной, имеет иностранных инвесторов, то с этим

будут считаться, и, условно говоря, можно быть защищенным от каких-то политических и страновых рисков. Безусловно, логика здесь есть. Другой вопрос, какое влияние это оказывает на рынок. Логика защиты своего бизнеса приводит к тому, что весь финансовый рынок остается непродуктивным, российская экономика не может существовать.

Примером того, насколько важен локальный рынок эмитента (в том числе и для иностранных инвесторов), является уже упоминавшаяся сегодня схема размещения «Русала». Интересно посмотреть на динамику торгов акциями «Русала» в Гонконге. Все аналитики отмечают серьезно возросший интерес к бумаге US Rusal после того, как компания выпустила российские депозитарные расписки и пролистинговала их на российской бирже.

Иностранные инвесторы, особенно крупные долгосрочные, предпочитают вкладываться в те бумаги, которые значимы для местного рынка, где у эмитента основные активы и где он ведет свою производственную деятельность.

После того, как немножечко стихнет вторая волна кризиса, в которой мы сейчас находимся, зарубежные компании с российскими активами, наверно, все-таки вернуться к рассмотрению вопроса о возврате на российский рынок. Все правовые механизмы (достаточно удобные) для этого уже созданы. У нас есть возможность и выпускать российские депозитарные расписки, и допускать ценные бумаги иностранных эмитентов напрямую к торгам. Совсем просто это делать, если бумага иностранного эмитента имеет листинг иностранной фондовой биржи, признаваемой в рамках российского законодательства. В этом случае эмитенту вообще практически не надо нести никаких дополнительных затрат — ни финансовых, ни по



времени. Раскрывать информацию он будет в соответствии с требованиями той биржи, на которой у него уже есть листинг. Так что мы ожидаем некоего возобновления интереса к размещению иностранных компаний с российскими активами в России. Это будут не те объемы, которые были бы желательны, да и часть эмитентов уже ушла в иностранные юрисдикции, но мне кажется, есть предпосылки для того, чтобы в следующем году мы увидели у себя и новые РДР, и иностранные ценные бумаги.

От инвестиционного климата я фактически уже перешла на тему первичного размещения и долгового финансирования на финансовом рынке. Это проблема качественного инвестиционного предложения.

Как уже говорил Алексей, у нас 50% капитализации всего рынка приходится на две компании, 85% оборота всего рынка приходится на десять крупнейших по капитализации компаний и так далее. Проблема не решается ни регулятором, ни рынком, а, наверно, глобальными изменениями в психологии самих эмитентов, владельцев компаний и, безусловно, инвесторов.

Для зарубежных рынков характерно активное использование рынков первичного размещения для компаний малой и средней капитализации и компаний на уровне стартапов. Не секрет, что иностранный инвестор готов вкладываться в компании в сфере биотехнологий, или ИТ-технологий, или каких-то еще технологий даже не на этапе старта, а еще на стадии обсуждения концепции. К сожалению, мы традиционно пытаемся вкладывать туда, где нефть уже качается, а газ идет по трубам.

Может быть, это проблема молодости нашего рынка. Когда мы говорим про США, они уже оценивают свои инвестиции немножко другими перспективами. А мы в рамках 20 лет истории считаем, что если за три года

не заработали 300%, то инвестиция была неправильной.

С этой проблемой регулятор бороться никак не может. Существуют определенные меры государственной политики по налоговому стимулированию инвестиций в инновационные компании, но все это пока находится на стадии проработки и обсуждения. То есть до финальной реализации мы пока, к сожалению, не дошли.

Безусловно, существенным сдерживающим фактором является необходимость перестройки работы компании в преддверии выхода на публичный рынок. Здесь все понятно. Нужна и информационная открытость, и прозрачность, и готовность перестройки компании с одного контролирующего акционера на работу с миноритариями, у которых очень много прав и почти никаких обязанностей. Все эти вопросы зачастую долго обсуждаются, и не всегда конечное решение принимается в пользу выхода на рынок. Но это не самая существенная проблема.

Ключевая проблема для финансового рынка России сейчас состоит вот в чем. Если в принципе появился эмитент, который решил профинансироваться на рынке ценных бумаг (будь то выпуск долгов, будь то привлечение капитала в долю), то он ориентирован на зарубежные финансовые рынки. Сформировалось определенное убеждение, что на российском финансовом рынке больше 200 млн долларов поднять нельзя, поэтому приходится размещаться, в том числе, на западных площадках. Одновременно с этим регулятор часто слышит пожелания институтов коллективных инвестиций, которые говорят, что инвестировать некуда. Возникает вопрос: почему же те самые эмитенты и те самые инвесторы никак не встретятся? Наверно, это вопрос риторический, больше, может быть, к рынку.

У наших эмитентов есть определенная убежденность, что зарубеж-

ный листинг более привлекателен, поскольку свидетельствует о гораздо более качественной оценке компаний по сравнению с российским. Если вернуться к примеру РДР «Русала», мы видим, что иностранным инвесторам ценна реакция локальных инвесторов на ситуацию по бумаге.

Не секрет, что ключевые страновые индексы пока еще только рассматривают включение материнских или холдинговых компаний, зарегистрированных в иных юрисдикциях, в состав этих индексов. В первую очередь я говорю об индексе MSCI Russia, на который ориентируются очень многие иностранцы, крупнейшие фонды при принятии решений об инвестициях в российскую экономику. До сих пор не решен вопрос о возможности включения в индекс того же «Русала», несмотря на то, что это очевидно российская компания с очевидно российскими активами, российским бизнесом, преимущественно российскими владельцами.

Представляется достаточно важным, что для инвестбизнеса предпочтительней разместить эмитента в том же Лондоне, Франкфурте или Гонконге. Это дороже, дороже, и любой инвестбанкир будет убеждать эмитента в необходимости проводить только зарубежный листинг или уж как минимум проводить параллельное размещение.

Наконец, третья группа проблем, с которой очень сложно бороться, — это недостаток инвестиционного спроса. На биржах зарегистрирован миллион (если хоть как-то притянуть за уши) инвестирующих, из них одна треть совершает сделки менее одного раза в месяц. Если средний уровень доходов населения у нас чуть превышает реальный средний уровень прожиточного минимума, то о какой высокой норме накопления можно говорить. Одновременно с этим мы видим постоянное стимулирование немедленного потребления, а не накопле-

ния на завтра. Какое, условно говоря, может быть софинансирование пенсии, если я выйду на пенсию через 20 лет и не понимаю, что к тому времени будет с рублем. Если у нашего человека есть возможность проинвестировать 10 тысяч рублей, то он покупает 300 долларов. А если есть несколько миллионов рублей, то он покупает одно-, двух- или трехкомнатную квартиру в новостройке и ждет возможности ее продать, тем более что по недвижимости есть еще и налоговые преференции, которых нет по инвестициям на финансовом рынке. Все это становится причиной экономической и институциональной слабости институтов коллективных инвестиций. Сейчас перед нами стоит, в том числе, очень большая задача — попытаться еще раз посмотреть на подходы к вопросам инвестирования и негосударственных пенсионных фондов, и паевых инвестиционных фондов.

С этого года мы будем заниматься и сегментом страхового рынка, потому что страховые компании являются потенциально крупными инвесторами на финансовом рынке. Правда, у них до сих пор сохраняются в активах векселя, инвестиции в ЗАО «Ромашка» и так далее. Все это тоже нужно будет вычищать и предлагать единые подходы.

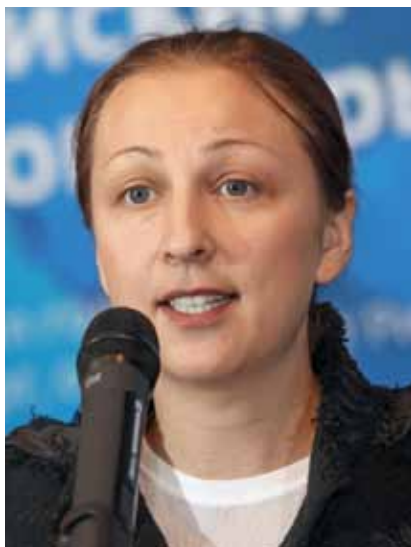
Возможен пересмотр позиций по инвестированию средств государственных управляющих компаний, чтобы была возможность вкладывать куда-то помимо ОФЗ, хотя бы в самые надежные направления инвестиций, хотя бы в бумаги тех самых двух эмитентов с 50% капитализации.

Казалось бы, сейчас не тот момент, чтобы говорить о перспективах и проблемах рынка привлечения финансирования. Вообще никто не размещается. В ежедневных отчетах ФСФР регистрирует нулевые отчеты по привлечению денежных средств в форме выпуска облигаций, причем от крупнейших компаний и самых надежных заемщиков. Очень многие объясняют

это тем, что дешевле взять банковский кредит, многие говорят «а у нас и так денег много». Много причин, но факт остается фактом — размещений облигаций очень мало, размещений акций нет вообще. Видимо, такая ситуация сохранится еще какое-то время. До следующего года, думаю, мы ничего иного не увидим.

И все-таки, может быть, стоит использовать это время затишья для того, чтобы попытаться пересмотреть хотя бы те проблемы, которые сейчас находятся в сфере прямого доступа. В наших силах предложить рынку более комфортные и удобные условия для того, чтобы привлекать деньги в России. С НАУФОР этот вопрос мы проговаривали, и позиции у нас совпадают. Мы будем совместно работать над изменениями законодательства, чтобы попытаться привести процедуру размещения акций в России в соответствие с тем, к чему привыкли наши и иностранные инвесторы при размещении на зарубежных площадках. Это прежде всего вопрос обращения инструментов сразу после размещения, без ожидания регистрации отчета об итогах выпуска и так далее. Это решение вопроса о частичной оплате размещаемых ценных бумаг, при условии, что андеррайтер берет на себя обязательства по полной оплате. И все-таки мы пытаемся решить многие технические вопросы, чтобы было удобно привлекать быстрые деньги в форме выпуска облигаций: это дает расширение круга субъектов, которые могут выпускать биржевые облигации; решение вопросов о необходимости проспекта эмиссии, когда он уже, например, был составлен и компания раскрывает ежеквартальные отчеты; очень многие другие вопросы.

Светлана Фурдуй, руководитель РО ФСФР в УрФО. Количество АО на нашей территории не изменилось — около 20 тысяч зарегистрированных АО и ЗАО. Что в это связи хотелось бы отметить? Нас очень удивил при-



рост регистрации выпусков ценных бумаг первичной эмиссии среди ЗАО в 2011 году. Он небольшой, но к концу года ожидаем около 5-10%. Подозреваем, что это не показатель повышения финансовой активности региона. Поговорив с представителями нотариата и бизнеса, мы выяснили, что участие в обществах с ограниченной ответственностью за последние годы стало достаточно проблематичным, поэтому регистрация закрытых акционерных обществ прежде всего связана с легкостью перехода прав собственности внутри них. Мы думаем, что эта тенденция будет продолжаться и дальше.

Рынок коллективных инвестиций — это наиболее стабильный рынок в нашем регионе. Количество негосударственных пенсионных фондов остается неизменным — у нас их десять.

Несмотря на постоянные разговоры о том, что акционерным обществам необходимо быть более открытыми и доступными для инвесторов, подавляющее большинство акционерных обществ воспользовалось инициативой ФСФР и освобождает себя от раскрытия обязательной информации в виде ежеквартальных отчетов и существенных фактов. Я думаю, что эта тенденция также сохранится. И мы ожидаем, что из 658 обществ, обязанных раскрываться в полном объеме, останется примерно половина или даже около 250, судя по тенденции, которая есть на сегодня.

Общение с профсообществом состоит из двух направлений — это проведение мероприятий по повышению финансовой грамотности и контрольно-надзорная деятельность.

За неполный год было проведено 120 мероприятий по повышению финансовой грамотности. Огромную помощь в этом нам оказывает действующий экспертный совет при региональном отделении, куда входят представители

профессионального сообщества. В основном мы проводим мероприятия среди наиболее восприимчивой части населения — студентов и школьников старших классов.

Второй аспект — это контрольно-надзорная деятельность.

По итогам 2010 года у нас ушло с рынка 13 профучастников в качестве юридических лиц, по итогам этого года — 12. На сегодняшний день их осталось 62. В основном рынок покинули банки (которые мы тоже учитываем в качестве профессионального участника) в связи с отзывом лицензии. Остальная часть профессиональных участников подали заявку добровольно.

Новыми участниками наш рынок, к сожалению, за эти два года не прирос. Мы научились бороться с теми профучастниками, которые дискредитируют рынок и используют лицензии ФСФР не по назначению. И делаем это достаточно успешно с помощью правоохранительных органов. Поэтому на сегодняшний день профессиональный рынок Уральского федерального округа продолжает существовать. И в нем остался «золотой запас» действующих компаний. Эти 62 компании, включая банки, реально работают на нашем рынке.

Еще один момент, который я хотела бы отметить. В августе-сентябре мы запустили проект «Круглые столы для общения с профсообществом». Мы разместили на своем сайте информацию по наиболее часто встречающимся вопросам при проведении проверок. К этой информации разместили свое мнение, основывающееся исключительно на опыте проведения проверок и законодательстве. По итогам года мы планируем пригласить профучастников на круглый стол, где предлагаем обсудить вопросы, которые не урегулированы законодательством и встречаются в контрольно-надзорной деятельности чаще всего. Это не

гарантирует, естественно, от возникновения претензий при проверках, но гарантирует выработку общего мнения, которое будет опубликовано на нашем сайте.

Иван Осколков, директор департамента корпоративного управления Минэкономразвития. Благодаря НАУФОР за последовательность, с которой они приглашают представителей Министерства экономического развития выступать на этой конференции. И финансовый год потихонечку начал измеряться в единицах «от Екатеринбурга до Екатеринбурга».

Не могу не сказать о второй волне кризиса. Конечно, рынки падают. Конечно, наш рынок достаточно слаб по сравнению с конкурентами и опять упал существенно больше, чем рынки даже стран БРИК. Но если на протяжении конца 2008 — начала 2009 года индекс РТС уменьшился от пика до минимума на 80%, то сейчас пока на 40%. Я думаю, что это стоит рассматривать как некий ресурс. Пессимисты могут сказать, что в запасе у нас всего лишь минус сорок, но давайте посмотрим на несколько показателей.

Когда индекс начал падать в 2008 году, у нас уже был отрицательный прирост ВВП. На сегодняшний день у нас и промпроизводство, и ВВП дает устойчивые плюсы. Наверно, это говорит о том, что сейчас тенденции развития на финансовом рынке и в экономике немножко расходятся. И конечно, на финансовом рынке мы сейчас пожинаем не свои плоды: есть проблемы и в Европе, и в США. И (прошу прощения за политическое заявление), как мне кажется, США и экономически, и политически выгодно то, что происходит в Европе. А раз выгодно, значит, быстро не закончится. Понятно, что каждая страна рационально выстраивает ситуацию для себя.

Посмотрите на валютную позицию наших банков: в 2008 году там были

десятки миллиардов долларов в минус. То есть обязательства в валюте, которые банки легко привлекли, существенно превосходили валютные активы, и государству потом пришлось замещать рублевые активы банков на валютные. На сегодняшний день валютная позиция нашей банковской системы положительна. Это как минимум означает, что наша банковская система чуть больше готова к тому, что происходит. И пресловутых маржин-коллов на сегодняшний день не будет. Если посмотреть объемы торгов в 2008 году и сейчас, то снижение объема торгов вместе со снижением индекса составило порядка трех раз. На сегодняшний день объемы торгов на биржах в среднем растут. Понятно, что есть волатильность от недели к неделе, но тем не менее объемы не снижаются так существенно. Это говорит о том, что бумаги кто-то покупает. И наверно, это стоит рассматривать как некое отличие от той ситуации, которая была три года назад.

За прошедший год изменилось колоссальное количество вещей. Во-первых, у нас фактически реорганизовался регулятор. ФСФР приросла ровно на величину службы по страховому надзору. Правда, от регулятора ушла функция законодательной инициативы, а раньше он очень активно участвовал в законотворческой деятельности. Я надеюсь, что эта практика не приостановится, потому что не представляю, как законотворчество может происходить без ФСФР. На эту тему есть что дорабатывать.

Второе событие — это слияние бирж. Нас убеждают, что акционеры сами договорились, сами решили этот вопрос.

А какова стратегия объединенной биржи? Где она возьмет ресурс для дотраивания околобиржевой инфраструктуры? Если биржа не выйдет на IPO, то у части акционеров будет право продать ее акции. Тогда мы и увидим, правильным ли было слия-

ние. Если они не продадут акции, и биржа будет развиваться, значит, шаг к объединению был абсолютно корректным, правильным, стратегически выверенным.

Совсем коротко о законодательных инициативах. У ФСФР, по моим подсчетам, находится в Думе порядка пяти инициатив. В первом чтении приняты законопроекты о пруденциальном надзоре, об упрощении эмиссии и другие. Но пока они лежат. Это означает, что политической воли на их принятие пока нет.

Второе. Крайне важно сказать о том, что у нас происходит с Гражданским кодексом. Ключевая развилка на сегодня состоит в том, сделать ли для непубличных компаний (которых у нас большинство внутри страны) возможность непропорциональности прав собственности.

Сейчас ГК и Закон об АО подразумевают, что эти права пропорциональны: на один рубль вложений у акционера пропорциональная доля прав в капитале. Мы изучили статистику, историю и мировую практику. К сожалению, это не очень хорошо даже для фондового рынка. Когда у нас все и всегда императивно пропорционально, компании и мажоритарные акционеры не хотят идти на рынок. Потому что там их размоют, и появится угроза потери контроля над компанией. А крайне важно (по крайней мере, на первых шагах, при выходе на рынок), чтобы мажоритарные акционеры, собственники компаний, были уверены в том, что не теряют контроль сразу. Я предлагаю избрать это вторым ориентиром. Если подход, который предлагается (инкорпорирование в закон принципа непропорциональности), будет поддержан (в том числе президентом), это будет говорить о том, что есть политическая воля к улучшению инвестиционного климата.

У нас есть инициативы по разделению регулирования публичных и непублич-



ных компаний. И если про непубличные мы говорим, что пусть там будут любые виды непропорциональности, то для публичных все должно быть крайне жестко. И если непропорциональность там сохранится, то она должна быть всем понятна. А, вообще говоря, есть как минимум информационные права.

На сегодняшний день идет дискуссия между представителями регулирования на фондовом рынке и миноритарных акционеров, с одной стороны, а с другой — между представителями тех самых восьми-десяти эмитентов, которые дают большую часть объемов торгов. Что говорят представители регулятора и миноритарных акционеров? Они говорят: нужна информация о том, как действует общество, о дочерних обществах, о решениях органов, в том числе, может быть, и конфиденциальная информация (под расписку). А представители компаний не понимают, зачем миноритарному акционеру эта информация. Но как возможны инвестиции, если ты не имеешь минимальных информационных прав?

То есть третий ориентир — если в ближайшее время будет принято решение в пользу улучшения и поддержки информационных прав миноритариев, то политическая воля опять же есть.

Сергей Моисеев, заместитель директора департамента финансовой стабильности Банка России. Наш департамент был образован весной текущего года, его основная цель — обеспечение макропруденциальной политики. Нас интересует не столько устойчивость отдельных банков, но финансовая система в целом. У нас более широкий периметр надзора, включающий профучастников фондового рынка, если они находятся в составе банковских групп или сами являются банками.

У департамента несколько направлений работы. Первое направление — макропруденциальное регулирование, содействие внедрению в России нор-

мативов Базеля-3, внедрение новых инструментов.

Второе направление — макропруденциальная аналитика, то есть выявление и оценка системных рисков, — таких как внешние долги, распыление ликвидности на денежном рынке и так далее.

Третье направление — законодательство. Через нас проходят все нормативные акты федерального уровня, связанные с финансовыми инновациями, в том числе по платежной системе.

И еще одно направление — представление России в международных организациях. Мы готовим позицию России для Базельского комитета, для Совета по финансовой стабильности, для МФВ.

Теперь приступаю непосредственно к теме своего выступления — рынку междилерского репо. Этот рынок является основным механизмом перераспределения ликвидности в финансовой системе. Принято считать, что таким механизмом является межбанковский рынок, но на самом деле межбанковский рынок в три раза меньше, основной рынок — это междилерское репо. На нем работает много профорганизаций, он имеет макропруденциальное значение, то есть значение для финансовой системы в целом.

Банк России проводит операции на рынке репо, поэтому отслеживание конъюнктуры на нем имеет для нас первостепенное значение — в свете обеспечения операций по предоставлению ликвидности, а также как возможность следить за эффективностью рынка.

В прошлом месяце произошел настоящий информационный прорыв: заключено соглашение с ФСФР об информационном обмене. И теперь все, что знаем мы, будет доступно ФСФР, равно как и обратно. Также мы заключили соглашение с ММВБ о поставке статистики по состоянию рынка репо. Это позволяет анализировать рынок в ежедневном режиме.

Второй важный информационный канал — это репозиторий, который будет создан со следующего года для фиксации договоров по сделкам репо внебиржевого характера, а также по производным инструментам.

Совмещая все эти элементы — общая торговая статистика, данные репозитория, обмен информацией с ФСФР об участниках рынка, — в результате мы получаем системный анализ, который позволяет делать разные вещи.

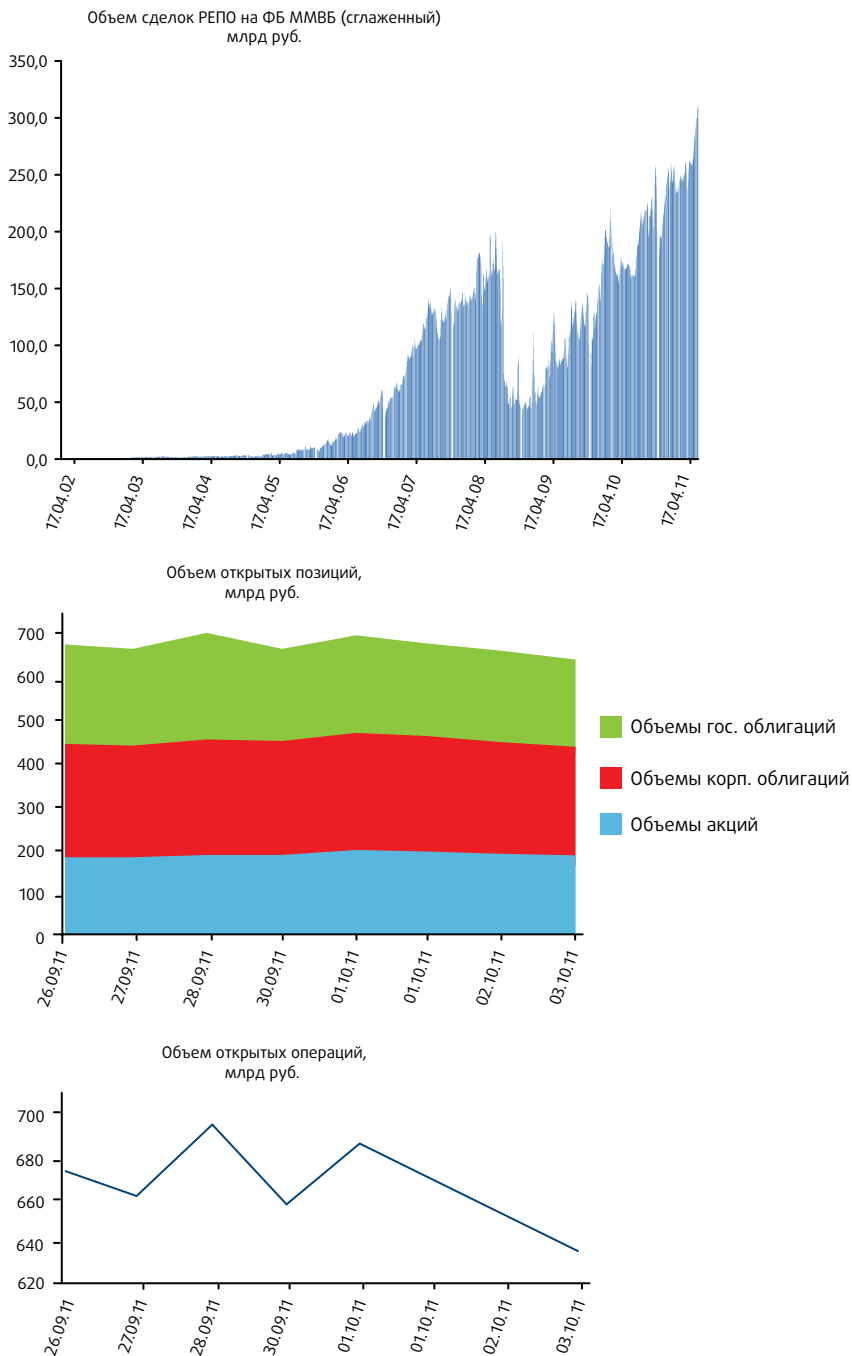
Мы видим позиции участника, основные ценовые характеристики (дисконтные ставки), и самое главное, что нас, в конечном счете, интересует, — какой максимальный объем потерь возникает, на ком эти потери концентрируются, кому нужно будет помогать и какой объем рефинансирования может понадобиться участникам, которые имеют доступ к такому рефинансированию. Это нужно для планирования операций на открытом рынке, для того чтобы заранее предвидеть, кто уязвим, и от кого шоки могут распространяться по всей системе.

По сравнению с прошлым кризисом рынок репо вырос примерно в два раза. Текущий объем этого рынка (октябрь 2011) — 600 млрд рублей при том, что межбанковский рынок краткосрочного рублевого фондирования находится где-то на уровне 200 млрд (рис. 2).

Если в период предыдущего кризиса за собственный счет торговало довольно много участников, то сейчас можно сказать, что это абсолютно клиентский рынок. Абсолютными поставщиками ликвидности на этом рынке являются банки. Потребителями ликвидности являются клиенты инвестиционных компаний.

Процентные ставки находятся на уровне верхней границы процентного коридора Банка России (сейчас он составляет 5,25). Тем не менее это не является признаком системной ликвидности, поскольку объем обеспечения, который банки могут заложить на уровне около трех трлн рублей, полностью не исчерпан и находится

РИСУНОК 2. РОСТ РЫНКА РЕПО





на уровне рефинансирования где-то 150–200 млрд. Так что возможности для пополнения ликвидности еще есть.

Есть различное отношение к дисконтам. Мы ратуем за более низкие дисконты. МВФ регулярно проводит так называемую оценку устойчивости финансовой системы РФ. Последние рекомендации, высказанные в прошлом месяце, говорили о том, что регулятору необходимо приступить к регулированию дисконтов на рынке репо. У нас к этому отношение, скорее, такое: да, мы считаем необходимым иметь более глубокие дисконты, чтоб не было маржинколов, а изменение ликвидности было более предсказуемым. Как это регулировать? Можно, во-первых, напрямую, во-вторых, можно давать рекомендации через общественные ассоциации — НФА или НАУФОР, и в-третьих, можно делать это через биржевой механизм. Выбор пока еще не сделан, но я думаю, что реально осуществлять регулирование через биржевой механизм.

Рынок репо — это рынок коротких денег. Дюрация этого рынка — два дня. Для регулятора это означает, что в случае финансового стресса рынок репо может прекратить свое существование в течение двух суток, что мы и наблюдали в период прошлого кризиса в 2008 году. Банк России должен в ежедневном режиме внимательно следить за позициями участников, за их возможным финансовым рычагом и оперативно реагировать. Структура обеспечения представляется достаточно устойчивой, хотя то, что на акции приходится примерно треть обеспечения по репо, конечно, означает, что на этом рынке довольно высокая волатильность.

С точки зрения уровня потерь рынок качественно не сильно отличается от того, что мы видели в прошлый кризис, он не стал более устойчивым.

Банк России проводит стресс-тестирования в двух ракурсах. Первый — это стресс-тестирование

банков на предмет их финансовой устойчивости, которое выливается в переоценку их собственного капитала в случае, если банк подвергается стрессу. И второе — стресс-тестирование рынков. По результатам стресс-тестирования рынка междилерского репо в прошлый кризис чистые потери составили 100 млрд рублей и около 70, если бы кризис был точно таким же на данный момент времени.

Другая важная характеристика — число участников, объявивших дефолт. В прошлый кризис их было около 100, в этот раз не так много. Объем просроченных позиций тогда составлял 400 млрд рублей, сейчас — 250 млрд. Ежедневно мы составляем карту распределения ликвидности на рынке репо. По состоянию на август 2011 года все сделки — не менее двух миллиардов. Это позиции, накопленные на одни сутки. Основные поставщики ликвидности — иностранные дочерние банки и крупные частные банки. Потребители ликвидности — инвестиционные компании. На слайде обозначены системно значимые игроки — те игроки, в случае дефолта которых система понесет наибольший урон. Для нас интересны два рода таких игроков. Во-первых, это центры перераспределения ликвидности. Если у них происходит дефолт, то это означает нарушение трансмиссии на рынке. Второе, что нас интересует, — это системные поглотители ликвидности, те игроки, которые несут за собой системные риски.

Надо сказать, что поглотитель ликвидности — это в основном клиенты инвестиционных компаний. Поэтому по договоренности с биржей ММВБ мы будем отслеживать те сделки, в которых есть крупные позиции у клиентов, и благодаря обмену с ФСФР, будем смотреть, что это за клиенты такие. А дальше разбираться, куда, собственно, деньги уходят, в какой мере эти позиции устойчивы, каков запас по капиталу

(покрывать убытки), каков регламент взаимоотношений клиентов и брокеров. Это очень важно.

Для идентификации системно значимых участников рынка мы начали использовать модель, которая называется «вектор Шепли». Она рекомендована МВФ и Базельским комитетом.

Банк России является одним из передовых ЦБ, где эта модель была полностью реализована на реальных данных. Мы тестируем около 300 игроков, практически покрываем весь рынок.

В конечном счете, по итогам каждого торгового дня мы составляем список системно значимых участников и считаем, что если игрок входит в этот список регулярно, то ему нужно уделять пристальное внимание. В отношении банков мы имеем возможность сами разбираться с ними — каков их финансовый рычаг, в какой мере они готовы покрывать капиталом возможные потери, какие у них взаимоотношения с клиентом. В отношении же профучастников надеемся, что ФСФР в конечном счете наладит нормальный мониторинг. И мы даже готовы Службе в этом помогать — делиться аналитикой, если необходимо, работать в инспекции профессиональных участников, то есть работать полностью совместно (учитывая, что многие компании входят в банковские группы), чтобы мы одинаково понимали те риски, которые участники рынка с собой несут.

Мы намерены обеспечить серьезный информационный прорыв в части доступности участникам информации об этом рынке. Сейчас у нас есть пробные квартальные отчеты, пробная еженедельная аналитика ситуации на этом рынке. Я считаю важным обеспечить рынок этими данными. Сейчас публичной статистики нет. Я считаю, что в течение некоторого периода времени мы сможем ее обеспечить в форме регулярных отчетов. С другой стороны, мы готовы организовывать публичные

(или закрытые, или индивидуальные) встречи с участниками рынка, чтобы они говорили, как видят развитие рынка, высказывали свои предложения, и мы также могли использовать это в своей работе.

В отношении тех рекомендаций, которые МВФ дал в прошлом месяце. МВФ рекомендует делать дисконты регулируемые, то есть чтобы дисконты были глубокими, и в случае реализации 99% стресса по WARP все шло без сбоев.

Вторая их рекомендация — это введение нормативов концентрации на обеспечение. Реализовать эту меру сейчас не представляется возможным по той причине, что мы имеем данные только по биржевому репо. Данные внебиржевого репо будут нам доступны только после реорганизации репозитария.

Если участники будут уклоняться от регистрации сделок в репозитарии, то есть не будут наращивать неттинг, то думаю, что к ним будут применять какие-то меры обязательной отчетности. В конечном счете мы покроем как биржевой, так и внебиржевой рынок репо и будем видеть полную картину по размерам позиций и концентрации. После этого (я думаю, это произойдет не раньше конца следующего года) можно будет обсуждать, каким образом целесообразно калибровать нормативы, регламентирующие концентрацию. Для примера: в банковском секторе норматив концентрации 25% капитала на одного заемщика.

МВФ рекомендовал сделать руководство для участников рынка по репо, но это уже сделано частным сектором самостоятельно. Поэтому здесь наша помощь не нужна.

Минимальный стандарт проведения клиентских операций на рынке репо — этот показатель очень важен для профучастников, потому что для банков существует внутренний контроль. Там есть регламент, достаточно хорошо проработанный со стороны Банка России.

Надеюсь, что ФСФР рано или поздно озаботится этим.

И наконец, третье стратегическое направление — расширение периметра макропруденциального надзора. Недавно был принят федеральный закон о консолидированном надзоре. Консолидированный надзор за финансовыми группами невозможен, если участники рынка, относящиеся к компетенции различных регуляторов, не будут отчитываться по единым принципам, по единому стандарту финансового учета. Это означает, что рано или поздно для всех финансовых компаний, для всех инвесткомпаний нужно будет сделать такой план счетов, который бы реально отражал экономическое содержание их бизнеса. Во-вторых, это специализированная отраслевая пруденциальная отчетность, которая в настоящее время фактически отсутствует. Мы жаждем, чтобы такая отчетность наконец появилась и чтобы она была унифицирована с банковской отчетностью.

И последнее — введение минимальных пруденциальных норм. Вы знаете, что они отсутствуют. Я думаю, что после того как мы наладим нормальный сбор отчетности, то будем двигаться в сторону калибровки пруденциальных норм, и готовы делиться всем накопленным арсеналом опыта Банка России, способствовать, помогать ближайшему нашему партнеру на финансовом рынке — ФСФР, — чтобы качество надзора было не хуже.

Координация политики с ФСФР в отношении финансовых групп и финансовых органов — это то, что нам предстоит реализовать в ближайшие годы.

Анатолий Гавриленко, председатель наблюдательного совета ГК «Алор». Недавно появилось прекрасное письмо руководства Сбербанка (и, по-моему, еще ВТБ), где было сказано, что в первичных размещениях акций основных



российских предприятий (в рамках программы приватизации) должны участвовать крупные национальные игроки. Я подписываюсь под этим предложением.

Неплохо было бы добавить предложение о том, что должны участвовать, в том числе, небольшие участники рынка, скромные малые инвестиционные компании, желательны из региона. Это мое предложение — чтоб нормальная региональная компания, которая сегодня работает в городе Екатеринбурге и даже не аффилирована с Москвой, могла поучаствовать в приватизации. В каком качестве, мне неважно. Главное, чтоб ее специалисты учились, понимали, как это происходит, чтобы они могли записать в историю своей компании, что участвовали в приватизации.

Надо поставить задачу перед Минэкономразвития по возвращению IPO на российский рынок. Хватит экспериментов. Надо дать нашим гражданам возможность покупать нормальный, интересный актив. Недавно я разговаривал с руководителем «Связного». Он говорит: «я тоже буду размещаться в Лондоне». Мы с Ромой Горюновым его уговаривали этого не делать, обещали, что сделаем народное IPO. Но ему посоветовали Англию. Считаю, что одними лишь нашими благими пожеланиями мы ничего в этой ситуации не сделаем. Должна быть какая-то система мер, разработанная ФСФР, Минэкономразвития, кем угодно. Потому что оставлять наше население только с акциями ВТБ (какими бы прекрасными они ни были) неверно.

Мы должны прекратить дискриминацию российского инвестора на нашем рынке. По-другому это назвать нельзя. Вся система на сегодняшний день заточена на то, чтобы каким-то образом прогнуться перед иностранцами. Иностранцы этим прекрасно пользуются и практически нас «разво-

дят». Поэтому мне совершенно неудивительно, что Польша так «выстреливает», что рынок у нас так падает, и так далее. Все исключительно из-за того, что российский инвестор практически устранен с рынка и его доля (как и в 1998, как и в 2008 году) чрезвычайно низка. В том числе и поэтому мы имеем такое падение индексов.

Я считаю, что мы должны законодательно забыть фразу «ежегодная доходность на пенсионном рынке». Нет такой фразы! Это долгосрочное вложение. И хватит друг друга обманывать.

Надо ввести мораторий на введение законов, ухудшающих инвестиционную привлекательность России. Создавайте любые комиссии, которые будут определять, ухудшает или не ухудшает, но очевидно, что мы постоянно кошмарим наше профсообщество огромным количеством законов. Одни из них улучшают, другие ухудшают, и мы не знаем, как работать на этом рынке.

Пенсионные деньги, собранные с населения регионов, надо вернуть в регионы. Пусть не все, но хотя бы частично эти деньги должны работать для тех, кто живет в регионах, и поддерживать администрацию тех регионов, которые в этом остро нуждаются.

Надо дать административную поддержку работе по финансовой грамотности. Этой работой занимаются сейчас четыре-пять сумасшедших во главе со мной. А ею должна заниматься каждая компания, каждая область, регион.

Должна быть принята программа системных мер по стимулированию развития финансового рынка в регионах. В Москве компаний достаточно. О том, что происходит здесь, мы уже слышали. По 12-13 компаний с рынка уходят, и ни одна компания не создается. Но у нас есть сотни, а может быть, и тысячи городов, где нет ни одного финансового посредника.

Восьмое. Нам необходимо полноценное национальное рейтинговое

агентство. В рамках некоммерческого партнерства РТС мы уже говорим об этом. Договариваемся с НРА, с РА «Эксперт». И я надеюсь, что власти нас поддержат.

Нужно объединение существующих товарных площадок для создания нормальной и прозрачной товарной биржи. В настоящее время у нас есть десяток товарных структур, но реально товарного рынка в России не существует.

Нужно вводить во все профильные ведомственные комитеты, относящиеся к финансовому рынку, участников рынка, не аффилированных с государственными структурами. Кто-нибудь здесь может поднять руку, кого пригласили на заседание комитета по развитию финансового рынка при президенте?

Далее. Нужно создание полноценной, внятной концепции финансового центра. В Гонконге президент <Медведев> заявил, что наполовину МФЦ мы уже построили. Иван <Осколков> нам сейчас сказал, что строительство МФЦ — это <объединенная> биржа. Все прекрасно. А все-таки что такое МФЦ? Только Москва? Или когда все-таки в каждом регионе — на Урале, во Владивостоке — есть какой-то финансовый центр, который составляет часть большого финансового центра России? Мне видится именно второе.

Необходимо ограничение притока спекулятивных иностранных денег на биржевые национальные торговые площадки. Другие страны как-то защищаются, мы не хотим.

Следующее, что нужно сделать, — ввести профессиональный институт финансового судопроизводства. Недавно я спросил представителя уральской компании: почему вас оштрафовали на 64 тысячи? А он ответил: судья сказал, что вы банк и у вас денег много, так что отдайте деньги им. Вот и все финансовое судопроизводство.

Ну и последнее. В России 30 миллионов мусульман. До тех пор пока у нас не будет внятного исламского банкинга, мы каждый день рискуем отдать всех наших богатеньких мусульман на восток, в их фонды. А уж будут ли поддерживаться тогда различные террористические, антитеррористические и другие движения, будет зависеть исключительно от них, а не от нас.

Нет, все-таки еще одна тема. Чтоб мы не превращались в жирных котлов, как на Западе, давайте поручим НАУФОР посчитать, сколько у нас рабочих мест, то есть сколько мы как индустрия создали рабочих мест. И с этих позиций говорить с нашим руководством: да, участники фондового рынка создали в этом году столько-то рабочих мест, в следующем создадут еще столько-то. А если вы будете выпускать такие законы, которые выходят сейчас, то будет столько-то безработных. Вы хотите столько безработных? Далее — создание рабочих мест на финансовом рынке для людей с ограниченными возможностями.

И последнее. Коллеги, до тех пор, пока мы не поймем, что нам надо объединяться и выступать вместе, ничего у нас не получится. Поэтому призываю к объединению на всех направлениях. Объединившись, вы много чего можете сделать.

Господин Осколков правильно сказал: где-то есть политическая воля, где-то желание чиновников. Но общего понимания у государственной власти, что фондовый рынок им нужен, нет. На сегодняшний день мы пытаемся договориться о встрече с президентом. Я считаю, что нам надо встретиться и рассказать о том, что из себя сегодня наш рынок представляет.

Что меня больше всего, коллеги, волнует, так это скептицизм участников финансового рынка относительно перспектив его развития, а также демократичности и рыночности проходящих в России процессов. Если

вы перестанете верить в российский рынок, у нас точно ничего не получится.

Сергей Моисеев. В России сейчас пять заметных рейтинговых агентств и еще несколько, которые незначимы.

А. Г. А вы знаете, что определяет «Русрейтинг», например?

С. М. Отлично знаю. Оно аккредитовано Минфином, и его рейтинг признается Банком России.

А. Г. «Русрейтинг» — это ничто. А вот если говорить о любом рейтинговом агентстве, которое есть в России, — я завтра поймаю его учредителя, посажу в подвал и заставлю выписать кому надо рейтинг «ААА». И он выпишет, потому что у него ни наблюдательного совета, ни разделения функций, ничего нет. Спасибо вам огромное за то, что вы признали агентство «Русрейтинг», потому что до этого признавали только иностранные. Но реального российско-го рейтингового агентства нет! Там нет кодекса корпоративного управления, там в любой момент можно сделать что хочешь. Это-то меня и беспокоит. **С. М.** Нас тоже это беспокоит, и мы считаем, что регулирование рейтинговых агентств со стороны Минфина должно наконец состояться.

В отношении того, чтобы создать, как в Китае, госагентство, выставляющее рейтинг, то это маловероятно. Мы сами являемся потребителями рейтингов и не можем представлять одновременно две стороны.

А. Г. Некоммерческое партнерство РТС взялось за это дело, и мы очень надеемся, что у нашего совета директоров хватит и возможностей, и денег объединить РА «Эксперт» и НРА и, возможно, еще кого-нибудь ввести в советы директоров, попечительский, наблюдательный и так далее. Чтобы рейтинги



стали дешевле, раз. А во-вторых, чтобы они стали понятными и прозрачными для участников рынка.

С. М. Ура.

Теперь про движение капитала. У Банка России уже был опыт регулирования притока краткосрочного капитала в Россию. Он закончился в 2004 году. Этот опыт показал, что такое регулирование имеет слабую эффективность. Возьмем на примере то, что попытались сделать в Бразилии, — налогообложение краткосрочных инвестиций нерезидентов на рынке. Поскольку мы общаемся с центральными банками других стран, они сами признают, что эта норма оказывается неэффективной по той причине, что когда у вас спекулятивная доходность 100%, то налогообложение в 2% никакой роли не играет.

А. Г. Согласен. Помогите тогда привлечь население страны. Но не путем проведения IPO ВТБ, а нормально привлечь население. До тех пор пока вы население страны не привлекаете, пока в некоторых регионах нет ни одного финансового посредника, пока вы не поддерживаете план внедрения финансовой грамотности и так далее, рынка у нас не будет. Будут одни иностранцы, а российские индексы будут падать каждый раз.

Голос из зала. Очень импонируют ваши тезисы. Вопрос. В рамках формирования финансового центра в Москве имеет ли шанс Екатеринбург стать финансовым пригородом или, может, самостоятельным финансовым центром?

А. Г. Я предлагаю, чтобы в каждом регионе был экономический индекс развития. Вчера мы договорились в Челябинске о том, чтобы сделать экономический индекс развития в Уральском регионе. Один из главных

вопросов, который я задаю в регионе: ребята, что вы сделали для своего региона?

А самостоятельный это будет центр или нет — что сделаете, то и будет. Все зависит от вас. И перестаньте кивать на Москву. Мы готовы помогать возвращать эти деньги.

Задача — собрать пенсионные деньги в регионе, затем вложить их в проекты администрации, и пусть администрация попробует потом кинуть своих пенсионеров. Я посмотрю, как они потом пойдут на выборы!

Михаил Сухобок, руководитель Проектного центра по интеграции, вице-президент ЗАО «ММВБ». Цель моего выступления — снять возможные вопросы по процессам интеграции двух российских бирж (ММВБ и РТС), которые сегодня возникают в индустрии.

Немного хронологии. Сделка была подписана 29 июня. 5 августа она одобрена собраниями акционеров двух компаний. Не могу не отметить, что уже 11 августа мы начали совместно считать ряд показателей. Был установлен исторический рекорд: за один день двумя компаниями было заключено почти три миллиона сделок. Одна из быстрых побед, решение о которой было принято 30 августа, — это запуск производных на индекс ММВБ на рынке FORTS.

Этот шаг, дорогу к которому открыло объединение двух компаний, состоялось 30 сентября. С 1 сентября синхронизировано время торгов. 9 сентября мы получили долгожданное разрешение антимонопольного комитета. И весь сентябрь был, по сути, посвящен связи с комитетами пользователей, которых на сегодня десять (в рамках объединенной компании).

16 сентября советом директоров ММВБ выбран новый совет из 19 человек, уже с учетом процесса объединения.

У объединительного процесса есть сайт, он находится по адресу exchangeintegration.ru. На нем мы достаточно оперативно, почти ежедневно выкладываем все новости, связанные с объединением компаний, а также отзывы прессы об этом процессе.

На каком этапе мы сейчас находимся? Если условно разделить процесс интеграции на два больших этапа, то сейчас мы находимся на этапе, когда сделка одобрена и акционерами, и регуляторами; когда менеджмент компании работает с пользователями; сотрудники компании создали интеграционный план и начали его реализовывать с тем, чтобы к 19 декабря завершить юридическое завершение двух компаний и перейти к постинтеграционному процессу.

Создана и сегодня реализуется программа, которую мы назвали «семь шагов за сто дней». Эта программа преимущественно имеет внутреннее значение, в первую очередь для сотрудников биржи, поскольку является удобным и надежным средством коммуникации, позволяющим определиться с приоритетами.

Первый шаг — это определить целевую структуру и провести все ключевые назначения.

Далее надо определить систему принятия решений и синхронизировать органы управления двух компаний. Это две мегаважные темы с точки зрения управления организацией и построения в ней эффективных процессов.

Тема быстрых побед — это тема, которую мы готовы разделить с участниками, с эмитентами. Про одну из них я уже сказал. Но их будет несколько. Это вопросы, связанные с индексами, например: перевод расчета валютного индекса РТС на цены, которые создаются на валютном рынке ММВБ. Это суть создание центра ценообразования внутри России. Точно так же будет произведен пересчет продуктов,

связанных с расчетом вариационной маржи там, где она считается в валюте, на устойчивый курс. Эта победа уже на самом деле сыграла роль — в моменты сильной волатильности рубля котировки агентства Reuters уступали в справедливости ценам, которые создаются в результате свободных торгов на бирже.

Четвертый шаг — это определение миссии и ценностей компании. По сути, это принятие системы критериев, исходя из которых принимаются решения.

Разрабатывается также стратегия бюджета, бизнес-план. Этих процессов никогда никто отменить не может, и акционерное общество обязано создавать такие документы и уметь внедрять их в любые моменты в любых трансформациях.

Следующая тема — интеграционный план, который уже создан и реализуется, а также тема названия объединенной компании.

Уже проведены объединенные комитеты фондового, срочного рынка. Создана специальная рабочая группа из представителей всех председателей комитетов объединенной компании и представителей двух ассоциаций — НФА и НАУФОР. Здесь два слова хочу сказать о роли, которую приобретают комитеты пользователей в жизни объединенной компании. Вместе с полученным разрешением и одобрением на сделку на бирже пришло предписание ФАС, которое требует, как минимум, все вопросы, связанные с ценообразованием, обязательно проводить через комитеты пользователей, которые выбираются по определенным правилам. Более точную информацию вы можете найти на сайте интеграции. То есть суть формирования комитетов состоит в том, что члены комитетов должны представлять подавляющее большинство участников рынка (с точки зрения объемов операций).

РТС и ММВБ многие годы работают с участниками таким образом, что

вопросы, которые не проходят через комитеты участников, на самом деле чаще всего на советы директоров просто не выносятся. Поэтому для двух объединяющихся организаций ничего фундаментально нового не происходит, но тем не менее качественные изменения состоят в том, что этот факт теперь будет регуляторно закреплён.

О юридической структуре объединенной компании. На 19 декабря будет существовать три организатора торговли. Это компания, которая сейчас называется ЗАО «ММВБ», а будет называться ОАО «ММВБ», потому что мы намерены ее раскрыть до момента юридического объединения, превратив в открытое акционерное общество. Второй — это фондовая биржа, на которой сосредоточены торги фондовыми инструментами группы ММВБ сегодня. И третий организатор торгов (товарными продуктами) — это ЗАО «МТБ».

На сегодня на рынке действуют две клиринговые организации. Это НКЦ (организация с банковским регулированием) и клиринговый центр РТС (организация без банковского регулирования).

Сегодня и та и другая компания реализуют функции клиринга в двух группах объединяющихся компаний. Принципиально дальнейшая судьба двух клиринговых модулей будет зависеть от решений, которые связаны с нормативной регуляцией центральных контрагентов как банковских институтов в России. Соответственно, совершенно точно нет намерения создать такую клиринговую компанию, которая явным образом в следующем году станет центральным контрагентом (даже уже в этом году) по большинству сделок.

Еще очень важная тема, которой не успели коснуться. Одна из мер, связанная с повышением надежности и стабильности российской инфраструктуры, — перевод сделок репо на



схему расчетов с центральным контрагентом. Клиринговая организация и будет выступать таким центральным контрагентом в объединенной группе. При этом мы намерены в начале второго квартала 2012 года присоединить фондовую биржу к ОАО «ММВБ», оставив тем самым одного организатора торгов.

Депозитарно-расчетная система состоит сегодня из трех юридических лиц — это НРД, ДКК, Расчетная палата. В середине следующего года мы намерены объединить их в одну компанию. До 19 декабря будут существовать все три компании. ДКК мы намерены юридически сделать дочерней структурой НРД.

Теперь два слова о фондовом рынке — какие режимы остаются, какие уходят и где они будут функционировать. Весь фондовый рынок мы намерены сосредоточить в рамках Фондовой биржи ММВБ. При этом мы согласовали с комитетами и пользователями фондового рынка, что такие режимы, как РТС-СГК и «Классика-анонимные сделки» (по сути дублирующие режим T+0, который есть в группе ММВБ), мы не будем поддерживать как продукт. Соответственно, с декабря они перестанут существовать. При этом добавятся режимы, связанные с организацией торгов в виде T+n. На сегодняшний день это T+4 рынка «РТС Стандарт» и «РТС Классика-адресные сделки».

Расчеты на декабрь этого года по соответствующим продуктам каждой из бирж останутся в рамках своих посттрейд-инфраструктур. Соответственно, продукты ММВБ будут рассчитываться через НРД, продукты РТС (в первую очередь «РТС Стандарт») — через клиринговый центр РТС и ДКК.

Если говорить об объединении рынков, то надо отметить, что среди участников, которые торгуют в «РТС Стандарте», на Фондовой бирже не зарегистрированы в статусе участни-

ков 15 рыночных операторов. Органы управления бирж приняли решения (они согласованы комитетами пользователей) о том, что все эти участники могут в соответствии с льготным режимом вступить в фондовую секцию ММВБ. По-моему, тысячу рублей будет составлять вступительный взнос (при существующем сегодня обычном вступительном взносе в три миллиона рублей). Таким образом, объединенная биржа будет насчитывать более 400 активных участников.

Про индексы. На конец года останутся оба семейства индексов, и мы не поменяем их названия. Это рублевое семейство индексов ММВБ и валютное семейство индексов РТС, как отраслевые, так и узкие и широкие индексы, с тем чтобы к третьему кварталу следующего года мы могли сделать объединенное семейство индексов, оставив при этом и рублевый, и валютный индекс, чтобы не разрушить накопленную историю котировок, на которую ориентируются как многие участники торгов, так и многие инвесторы.

Многие из нас помнят пик индекса РТС в 90-е годы (он тогда был представлен уровнем 571). Многие помнят его низы, вершины. Все это очень важно, на наш взгляд.

О срочном рынке. Его мы намерены сосредоточить в рамках существующей компании ЗАО «ММВБ», куда будут перемещены все торги, которые существуют сегодня, во-первых, на фондовой бирже ММВБ, а во-вторых, в РТС в рамках режима FORTS. Все расчеты на этом рынке, весь клиринг мы намерены проводить через клиринговый центр РТС.

Для участников торгов, которые торгуют на FORTS и не имеют аккредитации в группе ММВБ, предусмотрены точно такие же льготные тарифы по вступлению в соответствующую секцию. Мы достаточно легко и удобно справимся со всем документооборотом, с тем чтобы не допустить ситуации, когда из-за до-

кументооборота участники не смогут торговать после юридического объединения компаний.

Денежный рынок состоит из двух частей.

Первая — валютный рынок, в котором, по сути, ничего не меняется.

Вторая — рынок репо, который базируется на сделках репо фондовой секции объединенной биржи. Здесь хочется добавить, что, в отличие от ММВБ, на валютном рынке группы РТС существует режим RTS-money. Мы намерены его сохранить на этапе объединения. Это режим, который позволяет работать не только банкам с банковской лицензией, но и компаниям вне банковской регуляции — брокерским компаниям, юридическим лицам, в том числе нерезидентам.

О быстрых победах, которые я еще не отметил. С точки зрения индексов очень важная тема, когда мы сможем брать free float по двум площадкам одновременно, по всем режимам одновременно. Это будет влиять на качество расчета индексов. Соответственно очень важно для участников создание линков между дата-центрами, чтобы любой участник, который имеет подключение хотя бы к одному из дата-центров (которых сейчас два на ММВБ и два в РТС), имел возможность получить доступ одновременно ко всем продуктам.

Многие эмитенты озадачены еще таким вопросом: при объединении фондового рынка компаний все объемные показатели будут считаться совместно. Для нахождения в тех ли иных котировальных списках для эмитентов будет достаточно иметь совокупный требуемый по регуляции объем, чтобы соответствовать той или иной категории листинга. Поэтому эмитентам, которые сейчас, заботясь о своей репутации, начинают маркетмейкеров как в РТС, так и на ММВБ, можно будет иметь договорные отношения с маркетмейкерами, которые в уже объединенной компании будут поддерживать их бумаги.

Мост НРД-ДКК, который был введен в июле, уже третий раз расширяет список бумаг. И в отличие от той ситуации, когда сделка еще не была подписана, и расчеты происходили три раза в день, сегодня мост работает в режиме два раза в час по достаточно широкому списку бумаг.

Интеграция ИТ-решений компаний — возможно, один из самых сложных вопросов, который нам предстоит решить. Обе биржи работают на разных торговых платформах, разных системах управления рисками, разных системах клиринга. Есть решения, которые мы намерены провести достаточно быстро. Это решения типа унификации протокола FIX (международный протокол FIX), через который многие институты, инвесторы, вендоры имеют доступ к большинству бирж мира. Сегодня он работает в рамках и одной, и другой компании, и мы намерены достаточно быстро объединить их.

Помимо этого, в ИТ-решениях мы намерены объединить и унифицировать электронный документооборот с участниками, кабинет эмитента, кабинет участника торгов на бирже.

Тема, связанная с решениями по торговым, клиринговым системам и системам управления рисками, — это тема объединения следующего года. Анализ этих систем, совместные нагрузочные проверки уже стартовали. Конец этого года мы встретим через те же шлюзы, которые имеем сейчас на бирже. И в первую очередь для нас важен критерий безопасности, чтобы в момент юридического объединения не разрушить доступ участников торгов к системе, не превратить торги, не сфокусировать все юридические, документальные и ИТ-вопросы в одну точку.
Спасибо!

Сергей Моисеев. Волею судьбы наш департамент занимается наблюдением за институтами инфраструктуры, поэтому я хотел бы обратить внимание на две

вещи. Возможно, в силу регуляторного арбитража площадка захочет делать клиринг на базе небанковской кредитной организации. Но хочу подчеркнуть, что в таком случае этот институт (центральный контрагент) лишится возможности иметь доступ к операциям пополнения ликвидности от Центрального банка.

А сейчас такие возможности есть, причем на весьма интересных для центрального контрагента условиях. Это нужно иметь в виду.

Второй момент. Норматив Н6 устроен для центрального контрагента таким образом, что кредитный риск возникает только в случае колебания цены на актив. Есть поставка денег, есть поставка инструмента. То есть рассчитывается не вся позиция, а только разница в случае колебания цены. В этом плане опасения относительно Н6 выглядят несколько иллюзорными.

М. Сухобок. Мы очень внимательно анализируем эту историю. Н6 действительно влияет буквально только в одном режиме, но очень важном; это режим репо с центральным контрагентом. Это, возможно, основной тормоз, который может включиться, если не будет изменена нормативная регуляция для центральных контрагентов. Сегодня рынок в текущих объемах операций по нормативам НКЦ, безусловно, проходит.

Тема поддержки ликвидности от ЦБ — это, безусловно, самый мощный и сильный аргумент для того, чтобы оставлять в качестве клирингового агента именно НКЦ. Мы знаем это и учитываем в интеграции.

Андрей Салашенко, директор департамента по взаимодействию с органами власти и профорганизациями ОАО «РТС». Тема приостановок торгов. Мы в настоящее время проработали вопрос и планируем внести в ФСФР три предложения. Первое — вместо приостановок запускать дискретные аукционы. Потому что в момент, когда стоит наша



биржа, все равно торгует Лондон, и нужно, чтобы цена формировалась также и у нас. Плюс это будет определенной помощью для маргинальщиков. Второе — полностью убить приостановку по бумагам по большой планке. То есть никогда не вставать до конца дня, что нам также позволит формировать нормальную цену на конец дня и не ориентироваться на цену, которая формируется не у нас.

И последнее — сократить период приостановки торгов с часа до 15 минут. Надеюсь, мы будем одними из первых, кто это сделает.

Касательно того, что происходит на рынке. Есть серьезная проблема влияния алготрейдеров: они увеличивают волатильность, усиливают тренд и так далее. По этому вопросу проведено большое количество исследований, в настоящее время мы их анализируем совместно с коллегами из ФСФР. Текущий результат прост — никто еще эмпирически однозначно не доказал, что алготрейдинг плох или хорош. Алготрейдинг, наверное, надо регулировать. И все сходится в том, что те методы, которые в настоящее время применяются на российских биржах, адекватны. Это методы и технического характера (ограничение количества операций на единицу времени); и экономического стимулирования (плата за сверлимитные транзакции).

Еще одна важная проблема — состояние первичного рынка. Согласно с Анатолием Григорьевичем <Гавриленко>, что без государственной политики в области IPO нам ничего не сделать. Мы проанализировали торги по 14 бумагам, на которые выпущены депозитарные расписки. По 12 бумагам из этого списка оборот в Лондоне больше, чем в России. Надо их возвращать. И, кроме того, надо еще подумать, что мы можем сделать, чтоб за границу не уходили новые бумаги. В настоящий момент инерционность возрастает, и нам нужно этот тренд рушить. Это крайне важно.

Касательно допуска иностранных бумаг на российский рынок в аудитории прозвучала фраза про то, что на эту процедуру нет затрат. Спасибо регулятору за то, что он действительно принял новые стандарты раскрытия информации (надеюсь, документ вступит в силу после регистрации в Минюсте). Но есть одна проблема. Можно сколько угодно допускать на наш рынок иностранные бумаги, но если мы не разберемся с переводом сопутствующих документов на русский язык, то в конечном итоге будем допускать только те бумаги, которые потенциально могут стать «голубыми фишками». Те, которые таковыми не станут, на нашем рынке не появятся, потому что стоимость выхода плюс затраты на перевод будет все равно высока. Здесь нужно что-то менять для того, чтобы что-то получилось.

Теперь о постулате Алексея Тимофеева, что на срочном рынке все хорошо. На срочном рынке все действительно хорошо — с точки зрения оборотов. Но есть нюансы. Нам нужны новые категории участников. Мы посмотрели на оборачиваемость рынка — она уже критическая. Мы уже не поднимемся выше за счет тех же инвесторов, нам нужны новые. А коллективные инвестиции у нас действительно в настоящий момент в загоне. Плюс тот фактор, о котором сказал Анатолий Григорьевич, — пресловутая ежегодная переоценка активов. Все видят, как ведет себя цена бумаги после размещения в России. Эмитент разместился, после этого цена на бумагу рухнула, он ее переоценил, спокойно зашел все убытки, затем цена может расти, но эмитенту уже все равно. Поэтому тему ежегодной переоценки нужно обсуждать. Тем более, я так понимаю, что НАУФОР активно работает по этому вопросу.

Касательно пруденциального надзора также было много комментариев. Думаю, мы в состоянии договариваться о нужном объеме информации для Банка России и ФСФР и спокойно при-

нимать какие-то решения. Дополнительный надзор не должен быть дополнительным бременем для участников.

Елена Энгель, заместитель начальника управления регулирования деятельности участников финансового рынка ФСФР. Хочется остановиться на теме пруденциального надзора. ФСФР в какой-то части обладает законодательными инициативами, например в части принятия нормативных актов. И несмотря на то что законопроект о пруденциальном надзоре не принят, ФСФР в рамках своей компетенции устанавливает для профучастников некоторые качественные и количественные нормы в своих нормативных актах.

Конечно, давно назрела необходимость в пересмотре отчетности, потому что постановление еще в рамках ФКЦБ было принято в 2001 году. И технологии рынка уже ушли далеко вперед. В составе ФСФР и НАУФОР постоянно создавались рабочие группы по разработке новых форм отчетности.

С 1 января 2012 года вся информация и вся отчетность для ФСФР должна поступать в электронном виде, заверенная электронно-цифровой подписью. В 4-м квартале мы планируем проводить прием такой отчетности и информации через НАУФОР в тестовом режиме. Это достаточно большой объем информации. Это и обязательность формирования совета директоров при определенных условиях, и необходимость уведомления ФСФР об этом. ФСФР обрабатывает, в том числе, эту информацию на предмет соответствия законодательству членов совета директоров и, например, информацию о структуре собственности, которую участники должны представлять в ФСФР (сейчас они представляют ее в бумажном виде ежеквартально). Несмотря на то что нет закона о конечном бенефициаре и нет обязанности бенефициара представлять информацию, есть требование в отношении профучастника раскрывать справку о

структуре собственности по требованиям ФСФР о том, кто является конечным бенефициаром. На сегодняшний момент ФСФР не предъявляет мер воздействия в форме предписания или административного воздействия к профучастникам, которые не раскрывают конечного бенефициара, поскольку это требование сейчас находится на уровне нормативного документа и нет закона о конечном бенефициаре. Как только это требование будет законом, наступит ответственность профучастника за нераскрытие информации.

В отношении собственных средств вам известно, что регулятор услышал мнение участников рынка и НАУФОР. С 1 июля 2011 года норматив должен был составить 50 миллионов. ФСФР оставила норматив в предыдущем виде (35 миллионов).

ФСФР определяет также методику расчета собственных средств. В настоящее время методика расчета действительно очень жесткая. Опять-таки в чем-то ФСФР услышала профучастников, были приняты отдельные послабления, какие-то активы, которые ранее не принимались в расчет, теперь принимаются.

С 1 января, прежде чем профучастники раскроют расчет размера собственных средств на своем сайте, ФСФР будет принимать расчет размера в электронном виде, заверенный электронно-цифровой подписью. ФСФР разрабатывает формы, которые позволят почти в автоматическом режиме пересчитывать собственные средства по методике ФСФР. Такие формы разрабатываются и в отношении дебиторской задолженности и в отношении структуры финансовых вложений, то есть ФСФР будет мониторить не только сам норматив, который профучастники представляют в расчете, но и насколько правильно были рассчитаны собственные средства. Если необходимо будет запрашивать первичные документы, необходимые для расчета собственных средств, значит, ФСФР будет их запрашивать.

Также с 1 января в рамках анкеты предполагается обрабатывать информацию в отношении квалифицированных инвесторов о видах сделок, которые совершены в отношении квалифицированных инвесторов (почти все формы сейчас размещены на сайте). На сегодняшний момент отсутствуют виды услуг для квалифицированных инвесторов, но есть определенные ценные бумаги, которые предназначены для таких инвесторов.

Также есть требование регулятора о направлении профучастниками информации о сделках репо, сделках с производными финансовыми инструментами, которые совершены на неорганизованном рынке. В законе сказано, что порядок, формы и сроки устанавливает регулятор. Так вот пока нет нормативного документа (ФСФР сейчас активно работает над его разработкой), профучастники не представляют эту информацию.

В ФСФР сейчас находится типовой договор репо, который представила НФА. И я думаю, что в ближайшее время он будет также зарегистрирован. □





Зачем нужен брокер

В рамках Уральской конференции НАУФОР «Российский фондовый рынок» состоялся круглый стол «Перспективы развития индустрии брокеров: взгляд на бизнес»

Участниками обсуждения были по преимуществу сами брокеры, и разговор поэтому получился прямым (даже резким) и затрагивал наиболее важные стороны профессиональной жизни сообщества.

Модерировал дискуссии председатель правления НАУФОР Алексей Тимофеев.

Алексей Тимофеев. Задача нашего обсуждения — поговорить о наиболее острых проблемах, которые стоят перед индустрией, обсудить мнения компаний, работающих в разных бизнес-моделях и находящихся в разных регионах. Если есть о чем спорить, давайте спорить!

Юрий Минцев (БКС). Прежде чем высказываться про индустрию, давайте определим, кто такой брокер. Есть пиарное определение слова «брокер», есть рекламное, есть законодательное, а еще есть обычаи делового оборота, — и везде работа брокера понимается по-разному. Если мы говорим с точки зрения закона о рынке ценных бумаг, то можно сказать, что это или дискаунт-брокер, или фуллсервис-брокер.

Если говорить о дискаунт-брокере, то главный вызов один — зачем они все нужны, если есть Сбербанк, у которого огромная сеть отделений,

опыт обслуживания тысяч и миллионов клиентов, а на подхвате стоит ВТБ24?

Мое личное мнение таково, что времена сейчас не очень сладкие, рынок сам по себе привлекает не так много людей, поэтому брокер, который занимается только брокериджем, не имеет шансов на выживание вообще. Мне кажется, что единственная модель выживания — это когда компания не только брокер для клиента, а еще и управляющая компания для его детей, а также еще расчетный и кредитный банк, и еще страхователь. И брокер работает не только по России, и по всему миру.

Универсальность финансовых услуг — это единственное условие выживания брокерской компании, широкопрофильной финансовой организации и так далее. При этом бизнес действительно может быть не очень масштабным, но залог выживания — в универсальности услуг, оказанных клиенту, а не



только в выставлении его заявки на биржу.

Дмитрий Брусенцев (Сбербанк России). Давайте я попробую ответить, зачем нужен Сбербанк и зачем нужны другие брокеры.

Алексей сегодня озвучил цифру количества клиентов, которые совершают операции на рынке, она ничтожно мала даже по сравнению со странами, которые входят в БРИКС. Но несмотря на печальную ситуацию на рынке, у нас наблюдается большой приток клиентов. И проблема в том, что это клиенты «неграмотные», не имеющие опыта, но

желающие торговать самостоятельно. Поэтому то, чего пока не может предоставить Сбербанк, но что предоставляют брокерские компании, — это программы обучения клиентов, возможности познать рынок. Эту функцию вы выполняете гораздо лучше, вот в этом ваше предназначение на рынке тоже. Мы тоже хотим, чтобы наши клиенты становились более грамотными, не теряли деньги, потому что любые потери приводят к тому, что клиент на рынок ценных бумаг в ближайшее время не вернется.

Очень тяжело работать с большой сетью. Есть ряд нечетко прописанных

законодательных моментов, например, аттестация специалистов. У нас более тысячи точек, где мы предлагаем брокеридж. По букве закона в каждой из этих точек должен сидеть аттестованный специалист, несмотря на то, что в половине из точек он выполняет фактически курьерские функции. То есть по его реальным функциям его квалификация не должна соответствовать квалификации аттестованного сотрудника. Но мы все равно работаем над тем, чтобы в каждой из точек присутствовали люди, которые обладают достаточной квалификацией, чтобы провести необходимые консультации и дать клиенту понять, подходит ли



брокерский продукт для него. Именно у Сбербанка много неподготовленных клиентов.

Пора нам реформировать систему допуска к обращению бумаг, систему листинга. Классические примеры, не буду называть эмитентов, — бумага внезапно исчезает с торгов, клиенты остаются с этими бумагами и вообще не понимают, что им делать. У них на уме одно: опять обманули. На наш взгляд, это серьезная проблема. Клиенты, не обладая достаточной информацией, а только видя, что бумага выросла за неделю на 20%, тут же оголтело начинают ее покупать. Через неделю узнают, что она снята с торгов. Всё. Они зашли в тупик, вложив свои так называемые «гробовые» деньги.

А. Т. Наша статистика не подтверждает, что к брокерам приходит много клиентов. Что за клиенты приходят в Сбербанк? Из других компаний?

Ю. М. Я считаю, наоборот, что в Сбербанк придет много малоквалифицированных клиентов, чему-то они там научатся, захотят больше сервиса и придут ко мне.

Михаил Сухобок (ММВБ). На мой взгляд, брокерская индустрия, особенно DMA, — ровно та индустрия, где брокеру не нужно огромного баланса. В технологичном бизнесе интернет-трейдинга, в котором мы находимся, позволяющем сокращать число офисов, тема двадцати тысяч точек Сбербанка — это, скорее, проблема.

Мы находимся в очевидном застое. Нужны решения, которые могли бы толкнуть рынок на новый качественный уровень.

Я вижу одним из таких решений создание в России института счетов а-ля IRA (Investment retirement account) по аналогии с американской пенсионной системой. Это третий уровень пенсионной системы (после работодателя и государства). По нему дается на-

логовый вычет. То есть это соглашение государства и общества по вопросу о том, что активные люди, которые сами намерены заботиться о своей пенсии, получают таксфри-режим и имеют возможность делать накопления. Все инвестиции на этих счетах (вложения и в акции, и в облигации) не облагаются налогом до выхода человека на пенсию.

В Америке эти инвестиции пошли в основном в паевые фонды, если проводить русскую аналогию. То есть это был еще и мощнейший синергический эффект для института коллективных инвестиций. Четыре с половиной триллиона долларов находятся на этих счетах сейчас. Это те самые долгосрочные инвестиции, о которых мы часто говорим и которых нам не хватает. Если не в этом году, то в следующем такие решения могли бы быть законодательно оформлены. И наш диалог мог бы продолжаться в том ключе — что бы еще придумать, чтобы толкнуть индустрию вперед в количественном и качественном выражении.

Александр Мецгер (ЗАО «Управляющая компания»). Хотелось бы, чтоб наконец заработал рынок инвестиционных финансовых консультантов. Мы много лет про это говорим, но рынка нет. Сейчас нет реального платежеспособного спроса со стороны конечных потребителей, никто не будет платить деньги за то, чтоб его консультировали. Вопрос нужно попробовать решить с другой стороны.

Меня сейчас могут обвинить в заискивании перед государством, но мне кажется, что в такие ответственные моменты государство могло бы сформировать первичный спрос. Индустрии финансовых консультантов можно было бы простимулировать. Можно было бы найти толику государственных денег, которыми в форме грантов или других форматов финансировать в какой-то части работу финансовых консультантов.

Чтобы у них на первый момент появился материальный стимул нести все это в массы.

Мне хочется, чтобы до ушей моих земляков были доведены здравые мысли о том, что делать со своими деньгами. Государство могло бы запустить здоровый рыночный конкурентный механизм финансового консультирования. Сбербанк мог бы быть мощным локомотивом в этом плане. Финансовые консультанты могли бы дойти до каждого, и важную задачу можно было бы решить, используя государственную поддержку, политическую, а может и финансовую.

Андрей Звездочкин («Тройка Диалог»). Утром в презентации Алексея были приведены немного грустные цифры, касающиеся рынка в целом. В реальности эти цифры еще грустней, я думаю, что миллиона «живых» клиентов на рынке нет. По моим оценкам, дай бог, если 300 тысяч индивидуальных инвесторов сейчас осознанно на рынке присутствует, это гораздо ближе к реальности. А это полпроцента населения.

Мы в компании посмотрели, что нас отличает от стран БРИК, и почему у нас инвестиционный рынок такой недоразвитый. И оказалось, что принципиально мы не отличаемся ни по уровню доходов, ни по уровню сбережений. В чем мы принципиально отличаемся, так это в двух вещах. Это уровень инфляции — он в России гораздо выше. Это приводит к банковским депозитам на уровне 12–15% с гарантией государства и премии за риск в 5%, которую клиенты получают, приходя на инвестиционный рынок. Вы можете инвестировать в акции, рассчитывать заработать 20–25%, ваша премия за риск составит 5–10%, а потеря — 80%. Немногие разумные инвесторы готовы брать на себя такой риск и приходить на фондовый рынок.

Второе, что отличает Россию, — это инвестиционные горизонты. По нашей статистике, клиенты в среднем инвести-

руют не более чем на два года. Это приводит к тому, что из индустрии ПИФов, которая составляет сейчас 4 млрд долларов, каждый год выходят порядка полутора-двух миллиардов долларов денег. Клиенты их выводят не потому, что их деньгами плохо управляют, а потому, что никто в России не планирует свою жизнь на долгосрочную перспективу, даже на два года вперед.

Если бы эти деньги оставались в США, где средний срок инвестиций составляет 20 лет, то рынок рос бы невиданными темпами. И мы бы очень быстро догоняли более развитые страны.

Если посмотрите на лидеров нашего рынка в сегменте брокерского обслуживания или управления активами, то придете к одному выводу: все компании, которые лидируют в этих секторах, — это компании, которые активно продают услуги. То есть сами идут к клиентам, разговаривают, приводят их за руку на рынок. Клиенты сами завтра на рынок не пойдут.

Ключевой вызов индустрии: насколько мы готовы найти тех самых финансовых консультантов, которые будут квалифицированно и эффективно приводить на рынок новых клиентов. Если у компании такие сотрудники есть, то на любом рынке, на тяжелом, на хорошем рынке, вы будете эффективно привлекать новых людей и новые активы. Если таких людей нет, то вы будете ждать, и вряд ли такие ожидания будут иметь позитивный результат.

Вторая проблема — это конфликт интересов, который складывается у компаний, продающих и брокерские услуги, и управление активами. Брокеридж — гораздо более рентабельный продукт, так уж сложилось. Поэтому многие региональные компании предлагают брокерские услуги, но не предлагают ПИФы, потому что это раза в два выгоднее, чем предлагать продукты, которые на самом деле более близки потенциальным





клиентам. Немногие клиенты хотят сидеть и весь день торговать. Многие долгосрочные инвесторы и просто работающие люди не хотят и не могут заниматься значительную часть дня торговлей.

Этот конфликт интересов надо как-то убирать. В частности, в Соединенных Штатах брокеры, которые продавали услуги управления активами, до 80-х годов брали апфронт надбавки 8,5%. Жестко, дорого. Но нам нужно убирать конфликт интересов, потому что он приводит к тому, что мы продаем не совсем то, что клиентам нужно.

Владимир Зотов (Уральский банк реконструкции и развития). Уровень инфляции и процентных ставок — безусловно, ключевая причина, почему у нас мало инвесторов. Инвестор, имеющий депозит в миллион долларов, два года назад легко мог жить как рантье. И пока уровень процентных ставок не снизится хотя бы до уровня 4–5% годовых, на фондовом рынке мы клиентов не увидим. Как только это произойдет, в индустрии ПИФов и брокерского обслуживания произойдет взрыв, и мы должны быть к этому готовы, и это один из основных, на мой взгляд, вызовов рынка.

На рынке потребительского кредитования два года назад мы видели взрывной рост потребительского кредитования и рост клиентов. И его сделал совсем не Сбербанк. Мы все знаем, при каких обстоятельствах ВТБ и Сбербанк стали лидерами рынка по количеству частных инвесторов: по принципу «давай-давай, по телевизору же показывают». И очень многие из этих инвесторов сейчас недовольны даже качеством консультирования.

Мы, имея сейчас более сотни отделений, не идем по пути снижения качества услуг. Люди, которые не квалифицированы для продажи инвестиционных услуг, пусть даже умеющие продавать депозиты, не должны продавать инвестици-

онные услуги, потому что тогда клиент получит некачественный продукт.

Андрей Басуев (ООО «Унисон Капитал»). Осенью 2008 года у нас в каждый банк, в каждую компанию стояла очередь клиентов, которые хотели открыть брокерские счета. Но вспомните, какая была массивная реклама со стороны президента и премьер-министра.

Сейчас я бы хотел, чтобы в Варшаве разместилось два-три крупных наших предприятия, чтобы это было обидно и президенту, и премьер-министру, и всей стране. Тогда бы все увидели, что у нас что-то не так.

Полгода назад была конференция (НАУФОР) в Москве. И в воздухе витал вопрос: мы говорим, говорим, а кому мы все это говорим? Все понимали, что все вопросы направлены руководству государства. У нас развит патернализм, и нам нужен импульс сверху.

Александр Мецгер. Прозвучал тезис о том, что развитие нашего рынка связано с МФЦ. Замечательная идея. Снижение транзакционных издержек, рисков, унификация процедур. Но, честно говоря, если этот МФЦ сосредоточен где-то внутри транспортного кольца (в Москве), то весь он для меня как представителя региональной компании — пустой звук. Меня больше волнует то, что творится в регионах. Я горжусь своим регионом. У нас мощное профсообщество. Конечно, оно уже поредело, но сижу, встречаюсь глазами со своими коллегами, с которыми мы прожили уже больше полутора десятка лет. У нас есть хорошая инфраструктура. Урал — не только опорный край державы, это серьезная, хорошо диверсифицированная экономика, которая формирует хорошую инвестиционную подпорку. Здесь возникают и должны еще больше возникать инвестиционные проекты.



Не знай-кто 1

Почему инвестору нашего региона нужно ехать в Москву, чтобы встретиться с акцептантом капитала нашего же региона? Можно же замыкать это внутри региона. Весь мир движется к рассредоточенной экономике. Я считаю, что рынок должен быть ориентирован и на крупных клиентов, и на мелких, и на неквалифицированных, и квалифицированных. Чем разнообразнее рынок, тем устойчивее экономика.

В последние годы мы наблюдали кампанию по расчистке, наведению внешнего лоска на наш рынок. В результате этой борьбы с «сорняками» произошло, мягко говоря, избыточное прореживание финансового, если так можно сказать, леса. Но ведь деревья стоят на корневой системе, и чем лучше корневая система, тем выше устойчивость всего леса к внешним воздействиям. А получилось, что у нас внешне красивый подстриженный французский парк, а вот устойчивости к внешним воздействиям теперь мало. Что-то где-то в Европе пошумело, а у нас треск идет по всему стволу. Как вы понимаете, я говорю о пресловутой кампании по повышению собственного капитала профучастников.

Я надеюсь, что тема осталась эпизодом, к сожалению, не самым светлым, нашей истории. Мне запомнилось, как это прокомментировал один из наших коллег: «Мы проиграли, вы тоже». Нужно думать о будущем и о развитии рынка. И процесс надо не только останавливать, но и разворачивать в обратную сторону. Мы говорим это совершенно искренне, хотя наша компания выдержала бы и еще несколько раундов повышения. Процесс этой зачистки, по крайней мере, региональных полей, меня совсем не радует. Это только кажется, что я выигрываю от такой зачистки. По большому счету, это и мой стратегический проигрыш.

Поэтому стратегический выигрыш я вижу в том, чтобы на рынок приходило как можно больше моих конкурентов. Я хотел бы, чтобы компания Андрея

Басуева (Тюмень) пришла ко мне в регион. Я хочу, чтобы таких компаний были десятки или сотни. В этом случае инфраструктура была бы более разнообразна. Все больше эмитентов, инвесторов были бы привлечены на этот рынок, доверие бы к рынку повышалось. Поэтому мы за большее разнообразие и за финансовую демократию.

Последнее. Для меня близка тема доверительного управления и индустрии паевых инвестиционных фондов. Площадка НАУФОР на сегодняшний день наиболее мощная интеллектуальная площадка профессионалов сообщества. То позорное состояние, в котором сейчас пребывает индустрия ПИФов, связано, на мой взгляд, с некой концептуальной недоработкой. ПИФ — это классный инвестиционный продукт. Во многих аспектах это лучшая классическая корпорация в виде акционерного общества. Мир меняется, а индустрия ПИФов развивается по тому же накатанному пути. Мы создаем новую категорию паевых фондов, к которым прикрепляем прокрустово ложе из состава и структуры активов. Новое развитие подразумевает новую категорию фондов — и новые требования к составу и структуре активов. Потому что при нынешних требованиях рынок снижается, а я, чтобы поддержать состав и структуру активов, должен расторгать валютный депозит и уходить в акции на падающем рынке. Та же самая глупость на растущем рынке. Спецдепозитарий не дает мне расслабиться и посылает сигнал «давай-ка сокращай долю такого-то эмитента». Мы создали, наверное, правильные механизмы, которые позволяют нас контролировать, но они же и сдерживают развитие рынка.

Пример. На днях один мой приятель обратился ко мне за инвестиционным советом. Он говорит: сумма такая-то, горизонт не ограничен. Идеально под него сделать ПИФ, и его деньги будут работать на экономику. Но я не могу подобрать ему ни одну категорию паево-





го инвестиционного фонда, потому что нельзя вложиться во что-то одно. К тому же он неквалифицированный инвестор. Какие-то абсурдные вещи сдерживают на самом деле развитие рынка.

А. Т. Это как раз пример того, как у нас понимается патернализм, все эти требования — это не тот патернализм, о котором говорил Андрей Виннокентьевич (Басуев), а тот, который оборачивается против рынка.

А. М. В данный момент это действительно тот вредный патернализм, который защищает нашего потенциального инвестора от риска, но и защищает его от доходов. Я-то говорил о другом, чтобы государство поддержало рынок, потому что в нашей стране роль государства велика. На инвестиционный рынок мы приходим за доходом. Чрезмерная опека, этот патернализм, просто мешает рынку развиваться, инвестор не получает того, что он мог бы получить. В результате премия за риск 5–10% — да не пойдут они, конечно, за этой премией на рынок.

Ольга Семенова (Екатеринбургский филиал компании «Атон»). Все мои коллеги признали, что спрос на наши услуги с годами падает. Кто-то принял на себя вину в том, что мы не доносим должным образом информацию до потенциальных клиентов, Андрей сказал, что в каких-то компаниях плохо работают сейлзы и не доходят своими ногами до клиента.

Но нам всем нужен массовый клиент, и до каждого мы не достучимся, не дойдет даже Сбербанк с его тысячами отделений. Поэтому, мне кажется, должны появиться новые идеи и инструменты, которые будут работать на психологию человека, который живет здесь, в регионе. К примеру, это инфраструктурные проекты, которые актуальны для каждого города, области, региона. УРФО, например, не имеет своих долговых бумаг.



Анатолий Григорьевич <Гавриленко> говорил, что пенсионные деньги должны работать в том регионе, в котором уплачиваются. Во что вкладывать эти пенсионные деньги сейчас в регионе? Я бы с удовольствием купила и продала своим клиентам хорошие, надежные пусть не очень доходные региональные бонды. Продала бы бонды нашего метро, которое за счет этого достроится, наверно, гораздо быстрее; продала бы бонды ЖКХ, за счет которых восстановится вся система отопления и водоснабжения города. Я хорошо понимаю, что такие идеи найдут отклик у клиентов, которых мы еще не захватили.

А. Т. Ольга Николаевна, сделайте такие бонды! Вы можете выполнить роль инвестиционного банка?

О. С. С удовольствием! Но я не могу достучаться до чиновников.

А. Т. Зачем нужны чиновники?

О. С. Все инфраструктурные проекты могут осуществиться только при гарантии правительства города или региона.

А. Т. Неужели нет компаний, которые могут самостоятельно принять решение о размещении бондов и не спрашивать для этого разрешения у чиновников?

Юрий Минцев. Алексей, можно я добавлю? Бонды можно разместить. Но для того чтобы туда пошли пенсионные накопления, эти бонды должны иметь очень высокий уровень на бирже в листинге. Может быть, для того чтобы деньги возвращались в регион, стоит расширить список инструментов, в который могли бы идти пенсионные накопления.

А. Т. Неужели так сложно разместить бумаги, если 50 млн долларов компании нужно. Есть у вас свои клиенты,

которые возьмут на себя половину, а в союзе с другой компанией весь выпуск объемом в 50 млн для региональной компании, которой не нужно мнение чиновников? Есть такой спрос на эту услугу? Может такое получиться?

О. С. Такое может получиться. Но это не только ко мне вопрос.

Владимир Твардовский (IT Invest).

У меня сформулировались четыре проблемы, с которыми мы сталкиваемся. Проблема номер один — эрозия клиентской базы. Проблема номер два — слишком низкий уровень комиссионных по сравнению с Западом. Проблема номер три — слабость технологий в брокерских компаниях. И проблема номер четыре — слабость инфраструктуры нашего рынка в целом.

Возвращаюсь к первой проблеме. Статистика, которую я веду с 2000 года, говорит, что в среднем, за исключением 2010 года, клиентская база прирастала на 55% за год плюс-минус 25%. 2010 год из этой тенденции резко вышал. 2011-й тоже выпадает. Публика перестала идти на рынок.

С чем это связано? Причин здесь масса. Если вы посмотрите кругом, то увидите обилие форекс-контор и засилье Форекса. Форекс ничем не отличается от «одноруких бандитов». Грузия нашла в себе политическую волю запретить азартные игры, казино, в том числе Форекс. В России почему-то мы этого сделать не можем.

Вторая причина, по которой вымывается клиентская база. Доход, может, в среднем у нас и такой же, как в Индии, Китае или Бразилии, но коэффициент жизни совершенно другой, хуже. У нас больше расслоение, и меньшая часть людей обладает деньгами и образованием для того, чтобы прийти на рынок. В то, что на наш рынок к 700 тысячам зарегистрированных на ММВБ клиентов придут еще семь миллионов и составят хотя бы 5% от населения

страны, верится с трудом. Потому что норма сбережений у нас действительно мала, публика заточена на немедленное потребление, а те люди, у которых есть деньги, по моим ощущениям, уже прошли через рынок. Уже прошли и расстались с ним. Кто-то проиграл, кто-то остался недоволен результатами. Вот это и есть те мертвые счета. Прирост очень маленький.

Из-за чего такое произошло? Тут также было сказано, что срочный рынок за последнее время ой как вырос. В последние годы вообще возник перекося в сторону срочного рынка. Это спекулятивный рынок. Он, конечно, архинужен экономике, но нужен в первую очередь для хеджеров. А туда в результате его позиционирования и маркетингования затаскивались мелкие частные клиенты, которые там благополучно расставались с деньгами. Спрашивается, и чем же в этом случае срочный рынок Forts лучше, чем рынок Форекс? Да ничем.

Далее. У нас была рабочая группа по ликвидности, которая обсуждала, что обороты растут, а ликвидность не растет. И мы пришли к выводу, что те роботы, которые создают мгновенную ликвидность, видимую не в «стакане», а видимую в оборотах, хорошо выкашивают реальных клиентов, которые приходят туда зарабатывать. Вымывают, потому что они умнее, быстрее, активнее и у них нет эмоций. Я не к тому говорю, что нужно запрещать алготорговлю, а к тому, что нужно по-другому расставить акценты и каким-то образом защитить людей от проигрыша. Каким образом их можно защитить, я скажу чуть дальше.

Теперь по поводу демпинга и демпинговых тарифов. Это очень важный момент, который каждый брокер испытывает на своей шкуре. То, что брокер не собирает достаточное количество комиссионного сбора, не дает развиваться, не дает вкладывать в технологии, предлагать новые услуги

и новые рынки. Причина здесь, конечно, внутренняя. С одной стороны, это менталитет русского человека, который хочет получить все на халяву. С другой стороны, это и плотная конкуренция, и гипертрофия того же срочного рынка, где и маржиналка бесплатная, и плечо о-го-го какое. Зачем мне идти и платить комиссии на рынке спот, если есть прекрасный срочный рынок?

Слабые брокерские технологии — причина номер три. Ни для кого не секрет, что компании, которые могут вести учет рисков не только по споту, но и по срочному рынку одновременно, сняв с РТС обязательство вести учет рисков по каждому клиенту, можно пересчитать по пальцам одной руки. И даже еще останутся. Все остальные не могут — и полагаются на биржу РТС. Это приводит к тому, что брокеры не развивают свои технологии. Если биржа из-за увеличения оборотов вдруг будет вынуждена отказать от учета рисков (вообще говоря, это не ее дело, нигде в мире биржи риски не считают, этим занимаются клиринговые дома), то многие брокеры окажутся в очень неудобной ситуации.

Эта проблема приводит к тому, что брокер не может дать клиенту нормальный единый денежный счет. Насколько я знаю, сейчас более-менее официально технологию единого денежного счета дают две компании — БКС и «Церих». Но это условный единый брокерский счет, потому что из него исключены опционы. Почему? Да потому же, что нет нормальной системы риск-менеджмента ни у какого брокера. Хотя на самом деле здесь нет ничего сложного. Наверно, все слышали страшное слово «система SPAN». На самом деле это обычный расчет нескольких вариантов на несколько дней по уровням рынка по разным инструментам волатильности, формирование матрицы таких вариантов, ведение такого учета. На Западе каждый брокер ведет такой учет сам. Коэффициент он



получает единый от клиринга, рассчитывается он на день вперед и каждый день рассылается брокерам по электронной системе. Это сильно снижает нагрузки на биржевую систему, повышает ответственность брокеров.

Я хочу сказать, что слабые на сегодняшний день брокерские технологии, которые не развиваются потому, что брокерам реально не хватает выручки, приводят к тому, что брокеры становятся неконкурентоспособны с западными компаниями и не могут предлагать новые услуги и продукты, которые они могли бы предложить на базе высоких технологий. В результате грамотный и технологичный клиент мигрирует с нашего рынка на Запад. Все клиенты, которые умеют зарабатывать, рано или поздно оказываются перед вопросом, что маржирование должно быть единым, чтобы не делить деньги на пять частей. Чтобы они лежали в одном месте, а брокер сам считал свои риски. И когда брокер не может этого обеспечить, клиент говорит: «Я готов заплатить большие комиссии и пойду на Запад, там, где люди умеют это делать».

По инфраструктуре, мне кажется, что развитие нашего рынка несколько отстало от Европы и Америки. Многие вещи, которые люди уже делают там, в нашей текущей конфигурации невозможны, а если возможны, то нужно «правой пяткой чесать левое ухо», чтобы их реализовать.

Теперь относительно предложений, что нужно делать, чтобы продвигаться вперед.

Я считаю, что необходимо законодательно запретить форекс-кухни. Запретить. И рекламу, и сами компании. Услуги доступа на Форекс частным лицам должны предоставляться банками, обладающими валютными лицензиями, и только для квалифицированных клиентов. Потому что на Форексе потерять легко. Банки умеют работать с такими людьми. Кто умеет и обладает знаниями, пусть это делает через банки.



Далее. По поводу того, чтобы мелкие клиенты не разорялись, чтобы они не шли на срочный рынок, а чтобы приходили на рынок спот. Чтобы у них немного расширился инвестиционный горизонт. Чтобы они свои деньги вкладывали в акции, а не в те инструменты, в которых они с вероятностью 100% эти деньги потеряют. Я считаю, что должен быть запрет на открытие счетов на срочном рынке клиентам, не имеющим повышенного уровня риска. 600 тысяч рублей — достаточная сумма для того, чтобы человек понимал, куда он идет. А тем, у кого 50–100 тысяч рублей, на срочном рынке делать нечего. Пусть идут на рынок ММВБ, покупают акции. Они там меньше заработают, но уж точно меньше потеряют, и деньги будут сохраннее.

Следующее. Вопрос заботы о внутренних инвесторах. Необходимо снять налог с инвестиций, владение которыми составляет определенное количество лет. Ну не так там много денег для бюджета, чтобы за это цепляться.

И последнее по списку, но не последнее по значимости. Нужно снять НДС с брокерских комиссий. Ну нет там никакой добавленной стоимости. Бюджету от этого хуже не будет. А брокеры смогут хоть что-то направлять на развитие рынка.

А. Т. Низкие брокерские комиссии приводят к тому, что брокеры зарабатывают, но не прямыми способами.

В. Т. Если бы они могли зарабатывать на комиссии, они бы отказались давно от всех непрозрачных вариантов.

А. Т. Этой проблеме уже много лет. Как-то нам ФАС уже пригрозил, когда мы пытались просто обсудить эту тему, потому что у этой дискуссии, как ни странно, есть статья в уголовном кодексе. Но это тупик, в который мы всей индустрией попали и не можем выбраться самостоятельно, потому что

договориться, какими должны быть комиссии, нам не позволяют. В результате брокеры должны зарабатывать другими способами, которые, на мой взгляд, менее прозрачны.

В. Т. Для многих, для подавляющего числа брокеров это действительно так. Что касается срочного рынка, десятилетие которого мы только что отпраздновали и обороты которого выросли за эти десять лет невероятно, чего нельзя сказать о брокерских комиссиях, то не думаю, что найдется больше трех-четырёх брокеров, для которых срочный рынок является выгодным. Для остальных — это дотируемый проект в расчете на светлое завтра. А светлое завтра может не наступить.

Евгений Данкевич («Открытие»). По поводу ставок я абсолютно согласен. Это одно из ключевых условий появления массового инвестора. Невозможно заставить людей инвестировать при существующих ставках депозитов. Более того, люди это понимают, чему свидетельство — приток клиентов в августе этого года. В остальное время клиенты не видят возможностей выйти на фондовый рынок по двум причинам — высокая ставка по депозитам и отсутствие дивидендной доходности. Ты не имеешь возможности инвестировать надолго, рассчитывая на текущие доходы в виде дивидендов. В том же Китае многие бумаги второго эшелона дают до 7% регулярной дивидендной доходности. Это нереально для России. Нет качественных эмитентов.

Что нужно делать в первую очередь? Здесь бы я, наверно, поддержал то, что сказал Миша Сухобок. Действительно нужны вещи, которые могут быть прорывными в реальности. Я считаю, что пенсионные счета — это реально шанс. Фактически это совпадает с налоговыми преференциями, это близкие вещи. Можно начать с налоговых преференций, прийти к пенсионным счетам.

При сегодняшних ставках на средних промежутках инвестировать бессмысленно, потому что апсайд слишком маленький, абсолютно согласен. Но на длинных промежутках времени этот апсайд в 5% между доходностью депозитов и доходностью фондового рынка имеет существенное значение. И государство введением такой системы могло бы очень сильно этому способствовать. Это наиболее продуктивная мысль, которая могла бы стать определенным прорывом. Все остальное — более тактические вещи.

Несомненно, всегда и везде есть проблемы с регулированием, не только в России. Я бы отметил следующие проблемы. На мой взгляд, совершенно неадекватное регулирование квалифицированных и неквалифицированных инвесторов, точнее, людей, у которых есть аппетит к риску, и людей, которым такого аппетита нельзя давать. Сегодня любая бабушка может прийти на Forts, я уже не говорю в Форексе, и все там проиграть. При этом люди, подготовленные, готовые принимать на себя риск осознанно, загнаны в невероятные бюрократические рамки. Чтобы купить иностранные ценные бумаги на 20 тысяч долларов, тебе нужно принести 3 миллиона рублей, где-то проквалифицироваться, опять же ничего купить нельзя.

Следующий момент. У нас есть объективные факторы — ставки, эмитенты. Но инвесторы-то у нас есть, у населения есть деньги. Как минимум можно было бы пойти ему навстречу, дать возможность ощущать процесс инвестирования более эффективно и больше иметь возможностей. Наверно, немало людей хотели бы купить акции Apple, может быть, потому, что у них есть айфон, может быть, потому, что они знают, что эта компания стала первой в мире по капитализации. Какая у них есть возможность купить акции Apple с точки зрения сегодняшнего регулиро-

вания? По большому счету, никакой. Все знают, что большинство брокеров предоставляет доступ через агентов и офшоры. Через российскую компанию это сделать можно, но сопряжено с нереальными трудностями, многое нельзя. Но ты можешь пойти к любому иностранному брокеру и купить акции Apple. При этом наше государство не получает налогов, инвестор ни от чего не защищен. При этом не существует нормального регулирования и доступа российских инвесторов через российских брокеров к иностранным бумагам, что дало бы контроль, рост индустрии, нормальное налоговое администрирование.

Сергей Золотарев («Октан-Брокер»). Я хотел бы поделиться одним опасением и одним наблюдением.

Опасение такое: все новации в финансовое законодательство, которых мы ожидаем или которые уже реализованы, для небольших компаний, как например, моя компания, выливаются во все возрастающую нагрузку на «обслуживающий персонал» — контролеров, юристов и так далее. Фактически зарабатывающих людей в компании становится треть или четверть от штата, остальные вынуждены обслуживать все прибывающие требования законодательства. Рано или поздно участники даже с несколькими десятками сотрудников в штате задумаются: не легче ли сдать лицензию? Мне кажется, тем, кто проводит эти законопроекты в жизнь, надо очень серьезно задуматься над тем, чтобы сначала расширить количество финансовых посредников, может ввести финансовых консультантов или ослабить требования к существующим участникам и только потом уже насыщать рынок новыми формами отчетности и так далее.

Наблюдение: я уже обратился в НАУФОР с подобным письмом — я пытаюсь инициировать дискуссию на тему, связанную с обращением ценных



бумаг. Тема обращающихся и необращающихся внутри страны бумаг стала крайне важна после поправок в Налоговый кодекс, это связано с особенностями налогового учета профучастников, налоговым учетом клиентов профучастников — и физических лиц, и юридических лиц. Это, в конце концов, влияет на расчет собственного капитала.

Прежде чем рассуждать, почему эмитенты уходят за рубеж, почему «Русал» разместился там, давайте разберемся, а что не так в нашей системе? Особенно это актуально в свете того, что скоро у нас будет одна-единственная биржа, которая сейчас делает свои правила листинга.

Я бы обратил внимание на следующие вещи. Процедура допуска к обращению ценных бумаг внутри страны регулируется законодательством и нормативами ФСФР, которые устанавливают, что, с одной стороны, участник может допустить бумагу к обращению. Требования, которые при этом должны быть исполнены эмитентом, не очень существенны — это наличие проспекта ценных бумаг, регистрация отчета об итогах выпуска и соблюдение эмитентом требования законодательства. На самом деле на ММВБ допуск бумаг к обращению связан с определенными трудностями. В первую очередь требования о представлении на биржу отчета об итогах выпуска не всегда выполняемы. Доходит до абсурда, когда по требованию законодательства объединяют выпуски, аннулируют все предыдущие выпуски, а биржа ММВБ требует отчета об итогах аннулированных выпусков, хотя обращается только один. Это нонсенс, фондовая биржа РТС этого не требовала. И, кстати, такие документы не требуют хранения и поэтому бывают утеряны.

Другой нюанс — 27 июля 2011 года вступили в силу новые правила листинга ММВБ, которые еще сильнее осложнили процедуру допуска ценных

бумаг тем, что один из представляемых на биржу документов должен обязательно заверяться эмитентом. То есть фактически допуск акций к обращению возможен только в случае одобрения этого действия эмитентом. Вне зависимости от желания участника торгов, заинтересованных инвесторов, миноритарных акционеров. Таким образом, в законодательстве есть возможность допустить ценную бумагу участником, а не эмитентом, а на практике — нет такой возможности.

Другая проблема — изъятие ценной бумаги из обращения, о чем говорил и представитель Сбербанка. Вопрос не только о «пустышках» и «непустышках». Сейчас по правилам листинга ММВБ эмитент, например господин Богданов, написав заявление, снимет «Сургутнефтегаз» с торгов. Что будет завтра с маржинальным кредитованием, с клиентами, как брокеры будут объясняться с клиентами? Сегодня эта бумага допущена к обращению, завтра есть заявление от генерального директора — бумага уже не допущена к обращению! Это нужно каким-то образом регулировать, как мы потом будем объясняться с клиентами? И не важно, речь идет об «Урюпинскнефтегаз», или «Сургутнефтегаз» сам снял свои бумаги — должна быть четко прописанная процедура. Сейчас этого нет, на ММВБ этого нет. А поскольку скоро это будет единственная биржа, то эти опасения достаточно существенны. Это напрямую влияет на бизнес брокеров, управляющих.

Я считаю, нужно инициировать дискуссию, в которой выявить такие принципиальные моменты, если я прав, и предложить изменения в законодательство или подзаконные акты, которые бы регулировали эти процессы.

Последнее. В борьбе, наверное, за инвестиции в инновации в Налоговый кодекс ввели нулевую ставку на доход от реализации ценных бумаг при



условии, что они находятся в собственности более пяти лет. Наверно, думали о том, что сейчас все, как в Сколково, проинвестируют в малые компании, и нужно освободить тех людей, которые будут инвесторами в этих компаниях, чтобы они через пять лет могли выйти без налогов. Однако это касается только необращающихся ценных бумаг!

Как теперь предлагать собственнику идти на рынок и продавать бумаги там — ему это невыгодно, потому что если он пойдет, сразу вылезут налоги. Казалось бы, простенькая поправка, а влечет существенные проблемы для всей финансовой индустрии. Надо унифицировать поправки и для необращающихся, и обращающихся бумаг. Вход в категорию обращающихся ценных бумаг, на мой взгляд, должен быть максимально простым. Налоговый режим должен быть унифицированным.

Мне один эмитент написал, что решение о допуске к торгам — исключительно прерогатива эмитентов! Хотя нигде в законодательстве это не прописано. Второе: выход из категории обращающихся бумаг должен быть максимально усложненным, потому что финансовая индустрия несет как минимум моральную ответственность за тех инвесторов, которых мы обслуживаем, и моральную ответственность за поведение нашей индустрии.

Е. Д. Остается порадоваться, что у нас еще не все так плохо по сравнению с украинскими коллегами. Все же знают историю, как местная комиссия взяла и в один день остановила торги бумагой, одной из немногочисленных, входящих в индекс, одной из самых ликвидных. Точнее, всеми бумагами данного эмитента по заявлению акционера. Рынок был в шоке, рынка там особенно нет, но он до сих пор в шоке. А у нас только из листинга исключают.

Сергей Чернов («Витус»). Я очень рад, что в моем регионе есть федеральные компании и банки. Но финансовые услуги — это не продажа депозитов как пирожки, это индивидуальная работа с каждым инвестором. И так хорошо, как региональная компания, в регионе это никто не сделает. Потому что клиента надо учить, вводить в рынок, сопровождать на каждом этапе. Объяснять про маржиналку, там, где можно обжечься, не допускать к третьим — десятым плечам через что-либо. Я думаю, что у региональных компаний большие перспективы.

Какие же проблемы я все-таки вижу? Я поддерживаю мнение, что на моноуслуге компании могут выжить только за счет масштаба операций. Либо если это маленькая компания, работает с узкой группой клиентов и для этого ей не надо содержать огромный штат сотрудников, но которая бегаёт за каждым клиентом. Чтобы так было, безусловно, не должно быть таких требований к собственному капиталу, которые есть сейчас. 35 миллионов рублей — сумасшедшая цифра. Я думаю, что мы должны вернуться к предыдущим требованиям, и не к 35 миллионам рублей, как считают сейчас, а к 5 миллионам.

Второе. Если для участников Форекс будут такие же регулятивные требования, то их количествократно уменьшится, и мы получим новых инвесторов на фондовом рынке. Если законодательно убрать защиту банковского депозита в размере 700 тысяч рублей, то мы получим большой приток инвесторов на фондовый рынок. Если мы уберем налоговые преференции, что проценты по вкладам освобождаются от налога, если инвестиции сроком свыше трех лет будут освобождены от налога на доходы физических лиц, то мы тоже получим приток новых инвесторов на фондовый рынок. Для инвесторов должны быть равные условия.

Сейчас наш рынок напоминает мне двухлетнего малыша, который надел папин костюм и говорит: я уже взрослый; посмотрите, здесь у меня противодействие легализации доходов, здесь противодействие манипулированию. Но после двух минут стояния в этой одежде у него начинают дрожать ноги, потому что костюм для его ножек тяжеловат.

Я бы хотел обратиться к законодателям и напомнить, что наш рынок молодой, мы занимаем 0,2% в мировом масштабе. О каких регулятивных нагрузках мы говорим? На первом плане должно быть вхождение в рынок и развитие рынка, а значит, минимальная регулятивная нагрузка. Иначе у нас не будет ничего.

В последние годы у меня вызывают стойкую антипатию слова и приставки мега-, супер-, глобальный, единый, центральный, централизованный и прочие. Почему-то когда мы вкладываем свои активы, мы заботимся об их диверсификации. А когда говорим о регулировании рынка в целом — то говорим о мегаедином, о центральном. Объединение бирж, объединение участников, слияние, подведение всего под госвлияние...

И к чему мы придем? Должна быть диверсификация, и развитие с упором на региональные компании. Я горжусь своей компанией. И очень хочется работать благодаря законодательным инициативам, а не вопреки им.

Анна Шакирова («Синара-инвест»). Я тоже представитель региональной компании и поддерживаю предыдущего оратора в его гордости за региональный бизнес. Мы вопреки ужесточению требований все-таки живы. Тем не менее почему-то фондовый рынок выступает у нас как падчерица финансового рынка.

Тот же рынок недвижимости имеет налоговые льготы. Банковские депозиты имеют налоговые преференции. Мы ждем притока на рынок массового



инвестора? Значит, нужны максимальные льготы для вхождения инвестора. Значит, должно быть налоговое законодательство, освобождающее инвестиционные деньги физических лиц от налогов с доходов, полученных на этом рынке.

Нужно формировать положительное мнение о рынке, чтобы потенциальные инвесторы не впадали в панику. И нужна господдержка.

За 20 лет я не почувствовала государственной поддержки. Постоянно — только ужесточение. 70% моих сотрудников занимаются отчетностью, подготовкой каких-то справок, документов, и только 30% зарабатывают. И чем дальше, тем больше требуется отвлечения сотрудников от основного дела — зарабатывания доходов. У каждой инвестиционной компании есть собственники, которые глядя, что рынок падает, доходы падают, естественно, теряют интерес к этому бизнесу. На 40% упал рынок, а требования к собственному капиталу мне никто не пересмотрел — я должна каждый день обеспечивать, чтобы у меня собственные средства были 80 миллионов рублей. У нас есть лицензия спецдепозитария, и для нас повышение собственных средств не было применено. А что я должна делать при падении рынка 40%, если у меня 80% активов в ценных бумагах? Я должна их куда-то выводить — в недвижимость что ли вкладывать? И что, это будет хорошо для рынка?

Законодатель не прорабатывает эти вопросы. Когда в 2008 году банковская система затрещала, то государство дало банкам деньги. А профучастников никто не поддержал. Сколько их тогда ушло с рынка! И сейчас сдают лицензии. 12 профучастников нашего региона в этом году отказались от лицензий — это не от хорошей жизни. Каждый из них имел клиентов. Сколько они могли бы сделать еще хорошего, в том числе и в вопросе

финансовой грамотности. Ведь люди доверяют тем, с кем давно знакомы. Региональные профучастники — это золотой фонд нашего рынка. Это репутация, заработанная годами.

Постоянное ужесточение требований склоняет наших собственников продавать активы. И убеждать их не продавать компании, подождать лучших времен — очень сложно. По ЗПИФам были льготы по налогам на имущество — раз! — и они исчезли. Люди это воспринимают, что у нас у государства отношение к фондовому рынку как к чему-то ненужному, как к придатку. Есть банковская система — и достаточно? Есть Сбербанк, как было сказано вначале — и достаточно?

А. Т. Поддержу это выступление. Регулирование у нас зачастую осуществляется без учета того, что ответственный институт — банк ли, профучастник рынка ценных бумаг — еще подчиняется требованиям других органов. И для каждой конкретной компании это один и тот же карман, из которого черпаются деньги.

Как пример хочу привести одну из старейших тюменских компаний «Сибпрофинвест». Это компания — старейший член НАУФОР, — которая прекратила свое существование в качестве профучастника из-за двух штрафов в 700 тысяч рублей. Наложённых из-за «противодействия проверке» — из-за того, что гендиректор отказался отложить заранее спланированную и оплаченную поездку, а у юриста была сломана нога... такие ситуации бывают.

Внезапность проверок ФСФР имеет очень низкую эффективность и не имеет никакого отношения к защите интересов инвесторов. И это не единственный пример.

Владислав Кочетков («Финам»). А у нас все хорошо. Если брать брокерскую деятельность плюс Форекс, то привлечение средств остается на уровне максимумов



2008–2009 годов. Меня немного удивил патернализм брокеров, которые говорят, что Форекс — это абсолютное зло, и его нужно запретить. Зачем заботиться о клиентах больше, чем они сами заботятся о себе? Человек хочет колбасить, пусть колбасит.

В. Т. Запретить Форекс! Отобрать лицензии.

В. К. И мы, и БКС оказываем услуги на рынке Форекс через свои кипрские компании. Ну запретите, и что будет? Есть много других стран, где Форекс процветает и дарит себя миру. Это один из рынков, который имеет право на развитие и существование. А мы получаем деньги, у Форекса рентабельность 75%, которая позволяет развивать технологическую инфраструктуру.

В. Т. У наркотиков и оружия тоже хорошая рентабельность.

В. К. Неделю назад «ВТБ 24» гордо отрапортовал, что они ввели «МетаТрейдер-5». Пример того, что и госбанк активно развивает Форекс. Если это будет урегулировано ЦБ, рынка не будет.

В. Т. И валютная лицензия.

Ю. М. Ни ЦБ, ни ФСФР не хотят на самом деле регулировать этот рынок, и непонятно, кто должен его регулировать.

В. К. Лицензирование, регулирование, ограничение по плечам. Согласен. Но этот рынок имеет право на существование, и он активно развивается. Причем большого негатива по этому поводу нет. Мы сейчас рекламируем конкурс «Инвестстарт». Там рекламируется именно конкурс в чистом виде: приходи, получи деньги, поторгуй, что зарабатываешь — твое. Три дня регистрации, клиенты примерно поровну идут на российский рынок и на Форекс. То есть

это равноценные финансовые инструменты с несколько разными рисками. Но что делать. Без рисков — только вклад в Сбербанке.

В. Т. А какой прок от вашего Форекса экономике? Компания — провайдер Форекса кипрская, и налоги вы здесь не платите.

В. К. Мы зарабатываем на этом нашем Форексе деньги, создаем рабочие места и развиваем технологическую инфраструктуру.

В. Т. Ровно то же самое говорили господа, работавшие в казино.

В. К. Это еще один пример перегибов нашей регулятивной системы. Правильно что запретили эти павильончики у ставок, где бабушки спускали пенсии. Но бабушка в казино «Кристалл» не ходила, туда я ходил. Зачем надо было запрещать «Кристалл»?

По поводу Сбербанка. Это действительно угроза для нашего бизнеса в силу неправильного нездорового регулирования. Если бы не требование физически удостоверять личность клиента, мы бы открывали счета через Интернет. И никто бы не думал о Сбербанке с его сетью, потому что в любой деревне чуть ли не с мобильного телефона можно было бы открыть счет.

А учим мы давно по вебинарам. У нас 40% студентов — это Интернет, а через два года будет 80%. Если бы мы еще что-то могли открывать через Интернет, то забыли бы о Сбербанке как о конкуренте розничных брокеров. Мы, конечно, все равно будем открывать сервисы через Интернет, но опять же через Кипр. Клиенты «Финам лимитед» будут торговать на российском рынке. А открываться они могут с любого места. Плюс с 17 октября будем открывать брокерские счета через Почту России. Это 44 тысячи отделений.

А. Т. Вы ж в Сбербанке, наверно, и Форексом не занимаетесь...

В. К. Если клиенты Сбера заинтересованы в Форексе, то мы готовы их принимать за нормальное агентское вознаграждение. Подумайте. Неплохой доход.

Хочу рассказать, как мы попытались запустить массовый структурный продукт с ограниченным риском, включает в себя производные на нефть, золото и доллар — народные инструменты. Написали письмо с запросом о новых продуктах в ФСФР. Нельзя! Регулирование запрещает включать производные инструменты, кроме производных на акции и индексы. Но почему?!

Как результат: со следующей недели начнет продаваться новый кипрский продукт, структурные ноты «Финам Лимитед».

Мы долго пытались делать это в рамках нашего законодательства, даже написали письмо в ФСФР за разъяснениями. Но ответа до сих пор не получили. Будет время, ответьте, хорошо? Может быть, тогда «Финам» и через Россию этот инструмент предложит.

Да, нам приходится вести клиента за руку. Да, клиент окупается нескоро — через полгода-год.

Но решить бы нам регулятивные проблемы — те продукты, которые можно запустить в Европе, мы у себя запустить не можем...

Максим Малетин («Газпромбанк»). У нас невысокая финансовая грамотность, и не все понимают — как торговать, и для чего нужны брокеры. Люди готовы платить за инвестиционное консультирование. Люди готовы платить в десять раз дороже одному и тому же брокеру только за то, что получают не просто «кнопочный» продукт, а качественное инвестиционное консультирование, когда им помогут торговать, им расскажут, как это делать.

Даже когда поколение, которое учат финансовой грамотности, вырастет,



брокер все равно будет нужен. Нужен человек, который «в рынке», который дает квалифицированные советы, рекомендации и так далее. Я думаю вся ситуация ровно в том, что если компания идет за клиентом, если она помогает ему качественно торговать, то бизнес будет расти.

Что касается комиссий — я думаю, что бесполезно договариваться. Но я вижу, что компании перестают давать фиксированные тарифы.

А. Т. Татьяна Владимировна, прошу вас!

Татьяна Решетникова (УТЭУ). Может ли и должен ли финансовый консультант быть объективным, если он работает при инвестиционной компании, которая конкурирует с другими на рынке?

Коллега из Сбербанка сказал, что в их отделениях не хватает квалифицированных работников. А какие вообще полномочия вы отдадите на отделения? Если нет полномочий и не на чем учиться (а учиться можно только на практике), то и негде взять грамотных финансовых консультантов. Они не будут учиться на конкретных продуктах и не будут уметь это делать. И будут продавать то, что умеют, — элементарный банковский продукт.

А. Т. За рубежом есть разные финансовые консультанты. Одни из них имеют право продавать свои услуги, подчеркивая свою независимость, другие — нет. В любом случае финансовый консультант не имеет права брать вознаграждение сразу с обеих сторон. Это правило, таким образом, позволяет существовать разным консультантам — зависимым и независимым.

А. Г. По поводу Сбербанка. Хотелось бы, чтобы после того как Сбербанк купил «Тройку Диалог», он стал ближе к рынку. Вы либо банк-монополист, либо, приближенное к императору, и делаете то, что хотите. Или все-таки участники рынка. По отдельности

мы вроде все дружим, но в целом Сбербанк все время стоит отдельно, как гранитная скала.

Еще тут все время были разговоры по поводу государства. Только что прочитал о том, что господин Костин, наш народный герой IPO, заявил о том, что у ЦБ и правительства есть план помощи финансовому рынку в случае кризиса. Коллеги, план есть, боюсь, правда, что это снова касается только банков, а фондовому рынку опять ничего не достанется.

Елена Курицына. Думаю, что Алексей Тимофеев подтвердит готовность службы во взаимодействии с НАУФОР пересмотреть какие-то позиции, ввести дифференцированное регулирование размера требований к размеру собственных средств. Эта позиция уже есть. Наверно, будем вести работу над тем, чтобы компании считали более серьезные показатели риска и ликвидности.

По поводу государственного патернализма. Мне кажется, что патернализм в любой форме с обратной стороны порождает инфантилизм. И вот этого бы категорически не хотелось. Как только мы говорим, что патерналистскую политику надо углублять и расширять, мы тут же получаем еще больший инфантилизм. И нужно ли укреплять такую позицию на нашем рынке? Мне кажется, нет.

По поводу одного вы говорите, что наш рынок слишком сильно зарегулирован, а по поводу другого сетуете, что та же ММВБ требует такие-то документы. Она требует не потому, что ей это предписывают нормативные акты ФСФР. Получается, что когда ФСФР пытается это описать, возникают претензии. Когда ФСФР что-то не описывает и возникают проблемы, это тоже вызывает претензии.

Хотела специально отметить многие вопросы, например, по поводу детального регулирования состава и структуры активов. Вы совершенно правильно говорите, что мы регулируем риски, но одновременно регулируем в сторону по-



нижения дохода клиента. Если я сейчас буду говорить не как представитель ФСФР, а как Елена Курицына, то скажу, что я с вами согласна. Только если мы отказываемся от такого подхода, то мы должны взять на себя всю ответственность за те инвестиционные решения, которые вы принимаете, особенно если это доверительное управление. Но если в результате риск реализуется, то возникает вопрос: кто будет отвечать.

То есть регулирование не может реализоваться только на основе принципов, что инвестирование должно быть разумным, добросовестным и ориентированным на интересы потребителя.

Наверное, в перспективе регулирование должно осуществляться на основе принципов, но в текущем режиме подход государственного регулирования основан на том, чтобы все вопросы, по которым государство может предъявить претензии к бизнесу, были бы описаны максимально точно. Чтобы никакого шанса на мотивированное сомнение в добросовестности и разумности действий бизнеса не оставалось. К сожалению, исходя из таких благостных посылов, государственное регулирование приходит к тому, в чем мы сейчас находимся: зарегулировано все до мелочей.

Проблему ухода компаний с организованного рынка мы видим. Вы готовы что-то сказать, кроме того, что ее надо решать?

Сейчас встанет еще проблема вывода брокером эмитента на биржу, поскольку у эмитента, как только подается заявка на допуск бумаг к торгам, реализуется в полный рост новое законодательство об инсайде, к чему эмитенты сейчас совершенно не готовы.

Для нас сейчас эти два вопроса очень актуальны. Поэтому помимо постановки проблемы хотелось бы услышать от вас даже самые фантастические варианты их решения. ■

В работе круглого стола приняли участие:

- заместитель руководителя ФСФР России Елена Курицына,
- заместитель председателя Совета директоров НАУФОР Олег Ячник,
- руководитель РО ФСФР России в УрФО Светлана Фурдуй,
- председатель Правления НАУФОР Алексей Тимофеев,
- председатель наблюдательного совета ГК «АЛОР», президент Российского биржевого союза Анатолий Гавриленко,
- старший вице-президент банка «Открытие» Евгений Данкевич,
- начальник сектора проведения брокерских операций отдела брокерского обслуживания управления розничного брокерского обслуживания и поддержки сети продаж Сбербанка России Дмитрий Брусенцев,
- генеральный директор ООО «Компания БКС» Юрий Минцев,
- председатель Правления «ФИНАМ» Владислав Кочетков,
- руководитель Проектного центра по интеграции, вице-президент ЗАО «ММВБ» Михаил Сухобок,
- председатель правления IT Invest Владимир Твардовский,
- генеральный директор ООО «ИК Витус» Сергей Чернов,
- начальник управления электронной торговли «Газпромбанка» Максим Малетин,
- генеральный директор ЗАО «Октан-Брокер» Сергей Золотарев,
- старший юрист ООО «Ренессанс Брокер» Тимур Ниазбаев,
- вице-президент УК «Тройка Диалог» Андрей Звездочкин,
- генеральный директор компании «Синара-Инвест» Анна Шакирова,
- генеральный директор ООО «Унисон Капитал» Андрей Басуев,
- директор екатеринбургского филиала ООО «Атон» Ольга Семенова,
- председатель Совета директоров ЗАО «Управляющая компания» Александр Мецгер,
- профессор кафедры финансовых рынков и банковского дела Уральского государственного экономического университета Татьяна Решетникова.