



---

# T+n и брокерский бизнес

## **РЕПОРТАЖ С ЕЖЕГОДНОЙ КОНФЕРЕНЦИИ НАУФОР «РОССИЙСКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК 2012: ЛИЦОМ К ОТЕЧЕСТВЕННОМУ ИНВЕСТОРУ» (ПРОДОЛЖЕНИЕ, НАЧАЛО В №5, 2012)**

Запланированный на ноябрь 2012 года переход объединенной биржи ММВБ-РТС на расчеты T+n, предусматривающий, в том числе, отказ от полного преддепонирования средств, повлечет пересмотр всей концепции торговли на биржевом рынке и напрямую отразится на брокерском бизнесе. Этой теме был посвящен отдельный круглый стол на конференции.

Участники: Андрей Алетдинов (БКС); Роман Горюнов (ММВБ-РТС); Юрий Дубин (Сбербанк России); Константин Корищенко («Меррилл Линч Секьюритиз»); Роман Лохов (БКС); Сергей Лукьянов («Финам»); Татьяна Мерсика («Голдман Сакс»); Андрей Салашенко (ММВБ-РТС); Денис Соловьев («Альфа-банк»); Михаил Сухобок («Открытие»); Владимир Твардовский («Ай Ти Инвест»); Алексей Тимофеев (НАУФОР); Василий Фроловичев («Ренессанс Капитал»).

Алексей Тимофеев. Мы решили сделать отдельный круглый стол посвященный теме T+n, так как это предполагает фундаментальное изменение пейзажа российского фондового рынка. Естественно, мы столкнулись с различными точками зрения на этот счет, что это вовсе незачем, это несвоевременно. И все эти вопросы мы будем рады обсудить сегодня с вами. В рамках НАУФОР уже состоялось заседание рабочей группы, которую мы создали для обсуждения этой темы и пока, скорее, сумели только сформулировать проблематику, нежели найти ответы или решение этих проблем.



**Роман Горюнов.** Добрый день, коллеги. Начну с шутки. Мы тут с коллегами по президиуму беседовали перед началом совещания, и ребята говорят: мы безоговорочно поддерживаем проект T+n при двух условиях, первое из которых n равно нулю. Так что я считаю, это прекрасное начало для нашей дискуссии. На самом деле, дискуссия крайне полезная и интересная. И развернулась она потому, что биржа в какой-то момент времени явно дала понять, что мы все-таки хотим этот проект сделать, потому что до этого момента, наверное, на протяжении лет пяти я участвовал в разных формах дискуссий по этому поводу. Мы в РТС запускали «РТС Стандарт», на ММВБ долго дискутировали, надо это делать или не надо, но все эти дискуссии примерно до конца марта этого года с точки зрения участников носили виртуальный характер. Звучало это примерно так: вы знаете, на рынке все очень плохо, главная проблема рынка – это T+0, до тех пор пока биржа не делает T+n, на рынке ничего хорошего не станет. И собственно говоря, пасрик после этого отправлялся на биржу, типа биржа сделает. Но биржа же не может этого сделать. Поэтому у нас все проблемы есть. И вот примерно в конце марта после нашей очень активной работы с участниками в виде 30-40 индивидуальных встреч, презентаций на всех комитетах, выноса вопроса на совет директоров все внезапно осознали, что виртуальная реальность становится настоящей, и оказывается, что это в общем не проект биржи, а как-то он всех вообще затронет. В этот момент началось, на мой взгляд, главное конструктивное движение всего рынка в части «а давайте все-таки подумаем, как это на нас отразится». Безусловно, мы сами не безгрешны, сделали много ошибок и не со всеми посоветовались заранее, и с управляющими, наверно, надо было как-то получше работать, и в НЛУ сходить. но на мой взгляд,



мы сделали главную вещь – заставили людей задуматься, а что же надо сделать, чтоб этот проект запустился. Предлагаю эту тему сегодня и пообсуждать: а что же надо сделать, чтоб этот проект запустился. Можно пообсуждать, конечно, тему «может быть, мы все-таки обойдемся без него?» Но как частный случай можем подискутировать и на эту тему.

**Денис Соловьев.** Я участвовал в дискуссиях самых разных. И в Совете директоров НАУФОР мы собирались. Тогда позиция биржи (Роман нам ее озвучил) выглядела несколько агрессивной, скажем так. То есть звучала так: мы решили, что в ноябре текущего года биржа переходит на режим расчетов T+n. Как переходит? Это новый рынок? Начали дальше обсуждать. Очень странно. У всех свои проблемы. Проблемы с плечом, допустим, которое законодательно у нас же ограничено. Как это было в РТС, когда поставили регулятора перед фактом. Он не так чтобы сильно легко проглотил тогда запуск нового рынка «РТС Стандарт». Помните, Роман Юрьевич?

Здесь тоже плечо T+3, и понятно, что оно уже не такое, а побольше. Это первое.

Второе – там есть регулирование, по которому вы обязаны в тот же день, в день совершения сделки сделать поставку, что представляет собой большую проблему для ритейловых брокеров. Есть опасения, что запустят, а регулирование останется прежним, и соответственно, риски потерять лицензию или заплатить штрафы большие. То есть нужна предварительная подготовка. Собственно говоря, какой был основной посыл, он до сих пор таким и остается. Это на тему техническую, если не обсуждать, надо или не надо. Хотя есть еще разные темы, я уж не буду вдаваться в детали.

Насчет того, кому надо. Да, еще недавно я участвовал в Совете директоров НКЦ, где даже в годовой отчет

пытались вставить табличку с планами на будущее, включающими в конце года внедрение T+3. Я говорю, это у вас годовой отчет или что? Они говорят: а нам всем КРІ поставили такие. Я как «альфовский» человек знаю, что КРІ – это такая вещь, которую если не выполнишь, то не заплатят, то есть будут очень стараться выполнять. Это страшно, потому что не очень понятно, а я-то как при этом буду...

Ну вы сами меня вызвали на открытость.

Дальше насчет того, кому надо. По поводу биржи понятно. С этого началось все. Мы конкурируем с Лондонской фондовой биржей, там T+3, Европа переходит на T+2. И нам нужно. Потому что еще иностранцам, которые торгуют и там и там, будет удобно, если здесь они будут рассчитываться на T+3, они будут успевать подогнать деньги-бумаги, мы сделаем все красиво. Ну ладно, про иностранцев отдельная история. На мой взгляд, у них много других препятствий, почему они не приходят сюда. И в первой части об этом сказано плюс еще недавно Еврокомиссия исключила Россию из списка благонадежных стран в части банковско-финансовых операций, и сейчас комплаенс-офицеры в Европе, не знаю, как будут смотреть, чтоб сюда хоть одна деньга попала. Ладно, это уже политика. Люди занимаются протекционизмом, защищают свои рынки.

Российским клиентам это, наверно, может быть, и надо, но только очень узкому их кругу. Крупным корпоративным инвесторам, может быть, это и надо. Ритейловым инвесторам – а бог его знает. Наверно, это хорошо, потому что можно от брокера получить больше. Но вы же ведете диалог с брокерами, а не с вот этими. Вот когда вы меня как брокера спрашиваете, хорошо мне это или нет, я понимаю, что я буду конкурировать со всеми за клиента, и в плане T+3 мне открывается новое поле для конкуренции. Я на этом рынке

продаю свои услуги, принимая риск. И все будут его принимать неизбежно. И рынок этот не будет отдельно существовать. Почему это такая большая тема? Вот есть T+0, его же никто не закрывает, но все понимают, что появляется новый рынок, с большим плечом, с большими возможностями для клиента. И ничего мы с этим не поделаем, мы будем друг с другом конкурировать и принимать эти риски. И плечи больше – как на это регулятор посмотрит, непонятно, и условия по расчетам, и так далее. Может быть, на этом можно зарабатывать. Но перед тем как мы начнем зарабатывать, есть масса вопросов, которые надо решить.

Объем проблем вот примерно такой. Моя личная позиция, что если биржа видит в этом целесообразность (которую, на мой взгляд, тоже надо дополнительно оттестировать), то пусть делает. Но как-то изучая вопрос, как-то с регулятором, может быть, вместе. Потому что если все это так отпустить – мы сделаем, а вы там как хотите, – так нехорошо как-то.

**Роман Лохов.** У меня позиция по T+n такая. Я считаю, что сейчас это то же самое, что голый человек, который хочет одеться и выбирает галстук. Я не очень понимаю, почему проект вообще называется T+n. В моем понимании такого проекта быть не может. Это просто какая-то маленькая часть одной большой концепции, которая может по-разному звучать и иметь такую же модель развития, как в Лондоне, по международным стандартам. А T+n – это просто небольшая деталь, потому что на самом деле, отталкиваясь от потребностей клиента, все кому T+n на российском рынке нужен – институциональным инвесторам, западным инвесторам, – его уже получают, но они получают его синтетически на уровне брокера, а не на уровне биржи. Поэтому для меня лично и для бизнеса, которым я управляю, введется T+n или не введется в ноябре, по большому

счету не важно. Потому что в конечном итоге это просто решение одной маленькой частички одной большой проблемы. Поэтому вопросы о том, сколько должно быть n – ноль, один, два или четыре – это тоже неважно.

Важны немного другие вещи. Кто принимает на себя риски? Сколько будет клиринговых брокеров? Уходим ли мы вообще от преддепонирования ли нет? Меняется законодательство или нет? Зайдут сюда «Евроклир» и «Клирстрим» или нет? Как будет работать депозитарий?

Для меня понятно – это решать бирже и регуляторам после дискуссии с брокерами. Но в конечном итоге в моем понимании есть реально две крайности. Либо это будет конечное решение между ними, либо мы скатимся в одну из крайностей. Крайность первая – все остается так как есть – T+0, преддепонирование. И это означает, что биржа никаких рисков не несет и им управлять не нужно. Крайность вторая, в моем понимании, – это то, что создается абсолютно новый рынок, на котором должны быть выполнены следующие условия. Стать членом биржи очень-очень трудно (как в Лондоне, нужно раздеться до трусов); чтобы стать клиринговым брокером, нужно сделать еще больше. Клиринговых брокеров немного. Их не 400, не 200, не 80 и даже не 50, а наверно, 15-20 – топ-10 западных банков, топ-10 брокеров. После этого вопрос заключается в том, как это отразится на других участниках рынка, готовы ли они к субброкерской модели и так далее. В этой крайности, в моем представлении, есть еще одна вещь. Понятно, что такое решение требует большой политической воли, полного переворота по всем направлениям. И в конечном счете возникает следующий вопрос: если это будет отдельный сегмент, и мы оставляем T+0 и вводим жесткий новый рынок, то тогда дальше рынок и будет решать, как мы это видели на РТС.



Единственной проблемой биржи будет перевод ликвидности. А дальше уже вопрос рынка – перейдут туда брокеры и институциональный бизнес или нет.

А если это будет жесточайший вариант замены – T+0 уходит, приходит новый рынок по жестким западным условиям, то это другая крайность. Но у меня мнение, что до ноября ни биржа, ни брокеры, ни страна к этому готовы не будут.

Поэтому я за T+n двумя руками, но я не считаю, что это приоритетная вещь.

**Татьяна Мерсика.** Наша позиция безусловна – этот рынок нужен. Это обычная практика для тех рынков, которые есть за рубежом, совершенно нормальная практика для брокеров, торгующих на разных площадках. Сейчас здесь у нас есть ограничения и с точки зрения перевода либо рублевых средств, либо ценных бумаг. Эта проблема исчезнет. Конечно, это привлечет большее количество клиентов, даже тех, которые собираются торговать через нас. Сейчас у них есть ограничения и по таким элементарным вещам.

Понятно, что это не единственная вещь, которая решит сразу все проблемы. Как коллеги говорили, это целый спектр проблем, которые нужно будет решить. И понятно, конечно же, что все эти проблемы нельзя будет решить одновременно, но даже это большой шаг к тому, чтобы идти дальше к формированию международного центра в Москве и привлекать больше иностранных инвесторов.

**Алексей Тимофеев.** А T+2 или T+3?

**Татьяна Мерсика.** А это зависит от времени введения этого рынка. Если это будет в ноябре, то до введения T+2 в Лондоне остается целый год. Есть ли смысл вводить в ноябре 2012 T+2? Если этот рынок начинает работать, скажем, в 2013 году, в середине

или к концу, наверно, есть смысл сразу T+2 вводить.

**Алексей Тимофеев.** То есть чем позже, тем меньше смысла вводить T+3. Я просто скажу, что в ходе обсуждения на рабочей группе мы пришли к выводу (я не могу говорить об этом как об окончательном решении, а просто как о реакции на слова Дениса и Романа тоже), что нереально решить эту проблему к ноябрю. В ноябре можно рассчитывать на то, что можно получить первые параметры, которые позволят нам каждому в отдельности принимать решения о том, что нужно сделать каждому в отдельности в течение как минимум следующего полугодия, для того чтобы это заработало. Предположительно срок, который уйдет на начало работы T+, это не раньше, чем середина следующего года. И такие возможности должны быть даны и будут даны, только если условия введения будут известны как минимум в конце этого.

**Татьяна Мерсика.** Если можно я просто добавлю комментарий, будут ли рынки работать параллельно – T+0 и T+n, либо это будет какой-то резкий переход. С нашей точки зрения, резкий переход – более приемлемая схема, потому что всем понятно что делать, то есть у биржи нет проблемы с организацией ликвидности на этом новом рынке, и у остальных, я думаю, тоже эта проблема исчезнет. Наше предпочтение – одномоментный переход на новый рынок. Конечно, чтоб у иностранных и у местных брокеров была возможность все это протестировать, может быть, какой-то достаточно короткий период эти два рынка могут существовать вместе. Но это должно исчисляться неделями, а не месяцами.

**Денис Соловьев.** Мы просто давно в контексте. Я так чувствую, мы целые куски вопроса опускаем. Здесь сидят невинные журналисты. Они могут до конца не понимать, о чем мы говорим. T+1, 2, 3 и 4 так до 30 я могу



рассчитаться и сейчас есть на ММВБ. Заключить сделку и рассчитаться в режиме переговорных сделок. Просто там ликвидности нет, я должен своего контрагента вытащить в этот рынок и там рассчитаться. То есть если мне технически это надо сделать, я это сделаю без проблем. Речь идет немножечко о другом. Ликвидность не может быть разорвана. Это основная проблема биржи ММВБ сейчас, что у нее ликвидность разорвана по разным рынкам. Разорвана в том смысле, что у нее отдельные счета – на рынке облигаций, на валютном рынке, и я не могу всем этим пользоваться одновременно. Это первое. Второе – все расчеты происходят на условиях, что я не могу заключить сделку на основном рынке, если у меня не преддепонировано. Когда мы говорим о T+, мы говорим о частичном преддепонировании, откуда плечо появляется. А то я сказал, что плечо растет, и понял, что я не договорил большой части. Риски неисполнения по частичному преддепонированию, то есть если контрагент не поставил чего-то на дату расчета, закрываются в совокупности и брокером, который эту сделку заключил (это может быть брокерская сделка, если она не дилерская), и, в том числе, биржей, которая подставляет под это дело своего центрального контрагента. Под это тоже готова определенная часть регулирования, но не до конца. Потому что есть еще тема с этими клиринговыми брокерами, которые как раз эту часть кредитного риска своего контрагента принимают. Возложить все эти риски на биржу представляется слишком большим риском, особенно учитывая, что она у нас теперь практически одна. Жалко.

Поэтому есть темы и в плане распределить риски, и в плане поделить бизнесом, потому что для клирингового брокера это очень большой бизнес. А это уже тема для дискуссии, которая должна какое-то время идти, это нельзя решить в кабинете. Это

большое дело. И так, чтобы эти рынки – и вот этот T+0, который закрывают, и тот, который должен стать основным, – чтобы они долго существовали вместе, как совершенно справедливо отметила коллега, это невозможно. Нерационально и невозможно в принципе. И это ведь совершенно другой рынок, в принципе другой бизнес и для инфраструктуры, и для биржи, и для клиентов. И как-то вот так к ноябрю – нет...

Михаил Сухобок. Я хотел бы сказать несколько слов, может быть, чуть-чуть в другом аспекте введения T+n. Я целиком разделяю тему, что это не только проект биржи и не столько проект биржи, это проект в целом индустриальный. И его, безусловно, невозможно будет сделать только с одной из сторон. Это и готовность инвестиционных, брокерских компаний, банков, и готовность биржи, и старт этого проекта в заранее проговоренном консенсусе.

Но что бы я хотел отметить с точки зрения индустриальных изменений. На мой взгляд, это очень позитивный процесс. Безусловно, T+n – это только часть этого процесса. Это еще и тема единой позиции, и тема расслоения индустрии на клиринговых и неклиринговых брокеров.

Давайте посмотрим, последние десять лет индустрия, в том числе западная, в том числе брокерская, переживает колоссальные изменения. Появляются МТФ, новые ICN, такие платформы, где только большой байсайд, где ритейловый байсайд встречается друг с другом. Индустрия ищет новые формы. Мне кажется, мы за последние годы очень мощно дрейфujem в сторону превращения брокерской индустрии в такую телекомкомпанию, когда телеоперационные услуги и сервисы загнали комиссионный бизнес в очень слабо рентабельную часть бизнеса. Игроков на рынке много, конкуренция колоссальна, продукт реально

простой. Ну а в простом продукте тот, кто умеет лучше всех управлять кастом, быстрее всех доводить сделки (наши телекомпровайдеры уже научились предоставлять нам такие услуги), соответственно, у него будет ниже добавленная стоимость. С переходом на T+n, с переходом на единую позицию на бирже, с переходом на единую позицию брокеров, которые обслуживают клиентов уже не только на российских биржах, но и на международных, безусловно, добавленная стоимость такого бизнеса возрастает, появляется гораздо больше компетенций специалистов по риск-менеджменту, внедряются модели управления деньгами, которые будут унифицированы с введением T+n, как в России, так и за рубежом, что упростит унификацию подходов, упростит систему построения риск-менеджмента. Это даст возможность получить более высокую добавленную стоимость и как следствие более высокую рентабельность в операциях. Это приведет к расслоению в индустрии. Появятся клиринговые брокеры, появятся фронтальные брокеры, которые смогут получать от клиринговых брокеров достаточно большой спектр услуг, но при этом нести у себя минимальный кост, по сути, только фронтсейлз, что позволит им быть рентабельными.

А дальше один очень-очень большой вопрос, который касается не столько единой позиции, института клирингового членства или T+. Это объем куска пирога, который мы делим. В этом, на мой взгляд, лежит большая ответственность индустрии в целом. Есть мощная инвестиция, что под унифицированные правила, под центральный депозитарий в системе появится гораздо больше активов. Они – бэкграунд того, что создает индустриальный кусок пирога, когда они оборачиваются, когда дают процентные доходы. Ради этого, на мой взгляд, стоит напрягаться, стоит проводить у



себя в компаниях и банках такие изменения и стоит поддерживать биржу в лидерстве в этих изменениях, которые сейчас анонсируются.

**Владимир Твардовский.** Мне кажется, утопия – рассчитывать на то, что рынок T+ делается исключительно на западных игроков, которые привыкли к расчетам на T+. Мне кажется, что если и будет рост с этой стороны, то вряд ли он будет больше процентов десяти. Да, конечно, какие-то придут. Но не это главное. Нельзя делать дополнительную инфраструктуру в России для кого-то, кто находится на Западе, кто ею уже обладает там на этом Западе. Зачем она им здесь, если она есть у них там? Соответственно, рынок T+ делается, на мой взгляд, как часть большого проекта для нашего российского инвестора. Потому что фондовый рынок – это все-таки в первую очередь инвесторы, с одной стороны, и эмитенты, с другой стороны. А мы с вами лишь техническая или юридическая прослойка между теми и другими. Что касается самого рынка T+, то мне как брокеру он вот так вот нужен. Я считаю, что он несет колоссальные возможности для меня, но не по конкуренции со своими коллегами, а для того, чтобы я мог более качественно обслуживать своих клиентов. Да, есть проблемы. В первую очередь они лежат не в технологиях, а в ментальности и осознании того, что это такое, и в регулировании, с другой стороны. Не надо забывать, что рынок T+ у нас уже есть в лице «РТС Стандарта». Он был сделан, он работает. Правда, он не взлетел. Почему он не взлетел, всем, кто на нем работал, понятно. И сейчас, когда делается новый рынок, важно сделать так, чтобы не повторить те ошибки, которые были сделаны на «Стандарте».

Отдельный камень хочу бросить в огород ФСФР. До сих пор, хотя у нас давно есть рынок T+, маржинальное регулирование на рынке отсутствует. Это полное безобразие. Может быть,

нужно переписать вообще заново и сменить парадигму маржинального кредитования. Может быть, с моей точки зрения, имеет смысл отказаться от тех формул и уровней маржи, которые прописаны в постановлении, и не пытаться их натянуть на новый рынок T+, потому что, с одной стороны, они были написаны достаточно давно. Давно – это в начале прошлого века еще в Америке и последовательно модифицировались. С тех пор рынок очень далеко ушел, а формулы остались прежними. И когда начинаешь разбираться, обнаруживаешь, что они сложны для того, чтобы их использовать в риск-менеджменте, и они просто-напросто представляют из себя разрывную функцию, то есть я могу прийти к одной и той же точке портфеля клиента разными путями и получить, грубо говоря, разные уровни маржи, что с точки зрения здравого смысла есть просто дебилизм.

Чего, скажем, регулятор хочет добиться введением маржинальных требований и маржинального регулирования? Только одного – защитить неразумных клиентов от возможного проигрыша и, соответственно, брокера от претензий проигравших клиентов. Вот это должно решаться не сверху, а снизу. То есть должны нормальным образом сперва быть опробованы на брокерах различные модели рисков учета. Потому что что бы ни случилось, я уверен, брокеры будут строить свою собственную систему контроля рисков на рынке T+ с учетом единой денежной позиции. Кто-то, может быть, потом включит в эту единую денежную позицию и опционы самостоятельно. И если регулятор придумает что-то новое, то брокеры вынуждены будут над своей системой рисков делать такую надстройку, которая просто-напросто будет пятым колесом в телеге.

Я хочу пожелать регулятору больше общаться на эту тему с риск-менеджментом брокеров, чтобы полу-



чить от них животворящие идеи и наконец зарегулировать этот сегмент.

**Алексей Тимофеев.** Мы вступили в этот процесс и свою миссию вместе с биржей видим в том, чтобы сформулировать предложения, как именно это следовало бы сделать регулятору. Парадигма меняется. Вся регулятивная парадигма была основана на режиме T+0. Даже если брокеры и биржа договорятся между собой, регулятор – тот, кто всегда нарушает наши с вами планы, кто действует в своем темпе, по своей программе, и нам предстоит договориться еще и с ними, чтобы регулирование оказалось приемлемым, по крайней мере, для эффективности этого режима.

**Андрей Салащенко.** В отсутствие регулятора возьму, Володь, на себя миссию вернуть обратно в тебя камень. На самом деле очень странно слышать фразу, что мы сейчас не понимаем, как нам что считать для T+n с точки зрения маржиналки.

**Владимир Твардовский.** Мы-то как раз понимаем, но мы не видим этого в постановлениях.

**Андрей Салащенко.** Есть важный нюанс. Он заключается в том, что сейчас действует то постановление, которое было написано для парадигмы T+0. Там совершенно четко написано, что все, что ты делаешь на T+3, в постановлении тебя, по большому счету, не волнует. Точнее, волнует только в момент, когда у тебя идет исполнение. Поэтому с точки зрения своего риск-менеджмента ты сейчас можешь делать все что угодно. Но есть другой аспект. Регулятора очень сильно заботит то, что после того как рынка T+0 не будет, фактически постановление, которое регулирует маржиналку, теряет свой практический смысл, вообще оно становится ненужным. И вот эта задача у регулятора есть. Мы начали это обсуждение, потому что понимаем, что этот вопрос критичен. И регулятор – это, на самом деле, первый, кто хочет полу-

чить от нас, от биржи, от участников соответствующее видение того, каким образом что-то регулировать. Здесь как раз наша задача – показать, как твои риск-менеджеры начали считать. «Стандарт» уже был, они в принципе уже что-то пытались делать.

Вот что сейчас пытается сделать регулятор по маржиналке.

**Владимир Твардовский.** Я позволю себе камень вернуть обратно. Во-первых, я скажу, что «Стандарт» мы считаем практически так же, как T+0, то есть там нормальный розничный клиент не получает такого плеча, которое предоставляет ему биржа. Это раз.

Во-вторых, я отлично понимаю, как работает «Стандарт», как там устроено маржирование. Я отлично понимаю, как работает западный рынок на T+, как там устроено маржирование, в том числе, конечного клиента, и как устроено маржирование брокера, который торгует. Но я, прослушав много презентаций, на рынке T+ с марга и по сей день, пообщавшись со многими людьми, до сих пор не понимаю, каким образом биржа будет осуществлять контроль рисков и регулирование этих рисков, с учетом того, что она заявила, что хочет создать все-таки единую денежную позицию, что тоже очень нужно брокерам.

**Андрей Салащенко.** Как биржа будет осуществлять контроль, я дам шанс ответить Роману.

А я отвечу на другой вопрос. Роман и Алексей поставили вопрос, что нам нужно. Вот по маржиналке есть один очень простой вопрос, который мы обсуждаем с брокерами: если регулятор разрешает транслировать тот риск, который считает биржа, например, 15 или 20% по бумаге, что будет транслировать брокер своему клиенту, после того как он получил эти 15 от биржи? От некоторых брокеров я слышу: пусть регулятор напишет обязательно один к одному, как сейчас, потому что тогда я буду иметь шанс продолжать за-

рабатывать на том, что я эти деньги все равно от клиента получаю. И если он этого не напишет, то все равно все будут делать 15%, потому что в конечном итоге все будет приходиться к этой цифре. Вот этот вопрос действительно дискуссионен. Его и давай обсуждать с регулятором.

**Владимир Твардовский.** Ну давай обсуждать. Моя точка зрения на этот вопрос...

**Алексей Тимофеев.** Я постараюсь обогатить дискуссию. Я слышал такое пожелание, и это является предметом обсуждения, что регулятора следует просить, что необходимо ввести 100%-ное преддепонирование того, что касается ритейловых инвесторов. И это соответствует спросу ритейловых инвесторов на T+0. Что касается розничных неквалифицированных инвесторов, то как будто, если мы с этим согласны, решение о трансляции им рисков...

**Владимир Твардовский.** ...недопустимо.

**Алексей Тимофеев.** Я хочу, чтоб на этот счет высказались и другие участники.

**Владимир Твардовский.** Можно я все-таки позицию по рискам озвучу. Я считаю, что все клиенты должны быть разделены на несколько групп. Первая – мелкий розничный клиент. Для него по тем неликвидным бумагам, которые останутся с расчетом T+0, вообще никакое маржирование недопустимо. То есть 100%-ное преддепонирование.

Для расчетов с бумагами T+ допустимо и нормально будет маржирование на уровне 50%.

Для клиентов с повышенным уровнем риска эти параметры могут быть изменены.

Отдельно хочется сказать про срочный рынок. С моей точки зрения, на срочный рынок нельзя допускать простых ритейловых клиентов с мелкими суммами. Нужно туда допускать клиентов с повышенным уровнем риска,



которые понимают, что и зачем они делают.

**Роман Лохов.** А почему с этого фокуса мы рассматриваем все эти темы? Я тогда тоже хотел бы задать вопрос. Мне кажется, что трансляция риска с биржи на клиента обусловлена нашей историей и обыкновенными условиями. Они следующие. Если у меня есть полное преддепонирование, условие номер один, и если я не готов брать кредитного риска ни на одного из своих клиентов, то ровно тогда я транслирую все условия биржи на своего клиента, неважно, кто он. И тогда любой закон, который выпускает регулятор, работает и на сторону биржа-брокер, и на сторону брокер-клиент.

Теперь, когда вводится история T+3 и почему я говорил о клиринговых брокерах, то история меняется.

С точки зрения клиентов не надо изобретать велосипед. Давно на Западе есть MiFID и есть три категории клиентов: ритейл, профессионалы, есть eligible counterparties. Теперь, когда вводится T+3, регулируется позиция брокера, чтобы он был в состоянии, безрисково, профессионально, как считает регулятор оказывать услуги своим клиентам. И вот здесь мы распадается на два вопроса. Это мои отношения с биржей, с клиринговыми центрами и так далее. Дальше – на кого я возьму риск? Готов ли я вообще брать риск как брокер? Здесь биржа должна сказать, как это будет после дискуссий, регулятор должен это зарегулировать. И все. Дальше мои отношения с клиентами – это мое дело. Есть ритейловые клиенты, на которых я возьму кредитную линию в сотни раз больше, чем на определенных институциональных клиентов. Единственная задача регулятора здесь – это непрофессиональных или ритейловых клиентов защитить. А дальше на T+3 делаю ли я маржинальной бумагой что-либо или немаржинальной, это вообще мое личное дело. Даже сейчас если я готов в рамках



кредитной линии на какого-то клиента предоставлять ему кредитование под немаржинальную бумагу, то я это делаю. Это система риск-менеджмента уже моя. И здесь регулятор может меня ограничить совсем другими вещами – достаточностью капитала, ликвидностью. Ну стандарт, который мы видим везде в банках и у брокеров.

**Владимир Твардовский.** Роман, вы только что продемонстрировали перевернутую с ног на голову систему. По-вашему, регулирование должно защищать вас как брокера от биржи или биржу от вас, а на самом деле регулирование должно защищать инвестора, то есть вашего клиента. И соответственно, регулированию подвергаются ваши взаимоотношения между вами и клиентом, а не между вами и биржей, что есть коммерческий вопрос и вопрос расчета рисков.

**Роман Лохов.** Как только регулятор накладывает на меня как на брокера ограничения или правила, по которым я имею право и могу вести свою деятельность, она автоматически защищают инвесторов. А вот в рамках этого регулирования я буду строить систему риск-менеджмента так, как считаю нужным. И при этом инвесторы защищены.

**Сергей Лукьянов.** Роман начал дискуссию не с того, нужно ли вообще переходить на T+n, а что нужно сделать, чтоб перейти. Вопросы, заявленные в самой теме круглого стола, – клиринговые брокеры, что нужно, чтоб они появились. В первую очередь это масштабный передел рынка, об этом уже сказали. То есть сейчас какое-то гигантское количество брокеров, а мы переходим на другую систему – клиринговых брокеров по определению не может быть много. Их будет мало. Дальше уже идет реформа рынка. Чтобы это произошло, должна быть какая-то политическая воля. Естественно тем, кто сейчас является нормальным брокером и его будут

перетаскивать на модель субброкера, нужно полностью менять модель бизнеса, как впрочем и крупным брокерам. Например, исторически сложилось так, что «Финам» заточен на розницу. Естественно, нам тоже нужно будет менять модель бизнеса, делать так, чтобы учиться тому, чему другие научились давно – работать в субброкерской схеме. Конечно, масштабный передел рынка всегда требует политической воли. Кто-то должен быть в этом четко заинтересован – регулятор, биржа, кто-то еще, все вместе.

То есть поддерживаю высказывания очень многих. Клиринговых брокеров не может быть много. Соответственно, революция. Кто-то революцию должен поддержать.

Спрос с розничных инвесторов на T+n. Это вообще какой-то странный вопрос. Я не совсем понимаю: им-то чего? Они в принципе ничего не должны понимать в наших T+0, T+3. На рынке должно быть много разных типов инвесторов – и долгосрочные, и спекулянты, и профучастники. Так исторически сложилось, что из-за экономической ситуации и отчасти политической у нас на рынке присутствуют в основном спекулянты. И насколько розничным инвесторам интересно T+n? Да как мы сделаем, так им и будет интересно. Нам главное сделать так, чтоб у них РЕЗКО ничего не поменялось.

И высказывание «в один момент все перерубить», наверно, правильно, чтобы не было потихонечку, отрезали один палец, потом другой, – а сразу раз! – и всех замочить. Все в одинаковой ситуации. Проснулись – и в другой стране. Один раз переболели – и все, это наверно проще всем. Но наша совместная задача – сделать так, чтобы для клиента это было как можно менее болезненно. Чтобы не так – открыл свою торговую систему, не захотел купить по привычке акции Сбербанка, и стало непонятно, как это сделать. Чтоб по итогу он смог

потом открыть свой брокерский отчет и все-таки понять, что же там написано.

Скажу крамольную вещь – спрос розничных инвесторов – да им по фигу, им главное, чтобы удобно было, нет глобального спроса на них.

Что касается иностранных инвесторов – были даже профучастники, которые были заточены только на иностранных. А потом эти инвесторы стали уходить. Мне как-то странно, что они ушли из-за того, что им не предложили T+n. Нормальный брокер на уровне клиента сделает схему так, чтобы клиенту было удобно. Захочет T+n – ему этот режим организуют тем или иным методом, способ найдут. Но раз они ушли, а мы пытаемся вернуть им удобную систему... Мне кажется, не это корень проблемы. Да, им будет чуть удобней, но что это всколыхнет волну... Я думаю, нам нужна ликвидность.

Это нужно в первую очередь нам, действительно освободить какую-то ликвидность. Польза действительно есть, но тогда уж давайте и маржиналку сделаем, как у них. Давайте скопируем все. И маржиналку 4+2, как в Штатах, сделаем. Чего там париться. Тогда им действительно будет легко. Они скажут: действительно, как у нас дома.

А вот что интересует розничных инвесторов – интересует ликвидность. Что нужно, чтобы появилась ликвидность? T+n в этом отношении, конечно, поможет. То есть если мы с преддепонирования перейдем на частичное депонирование, денежка освободится, мы надеемся, что она на рынок ляжет. Может быть, мы еще пенсионные деньги притащим сюда. Инвестору все равно, как мы это сделаем, пенсионными ли деньгами, T+n или как-то еще, но если появится ликвидность, сразу появится интерес у инвесторов.

**Юрий Дубин.** В первую очередь хочется сказать, что мы благодарны

бирже, что идея про T+n опять возникла, и все-таки состоялась дискуссия, а нужна ли она нам вообще и правильно ли в эту сторону двигаться.

Моя точка зрения, что T+n все-таки более передовая система, чем T+0. Она действительно более гибкая, она дает больше возможностей, она не превращает брокерскую услугу в просто коммодити, а дает дополнительные возможности. Плюс это действительно снимает головную боль по взаимодействию с международными рынками. Получается универсальная система риск-менеджмента, что важно.

Другой вопрос, который, например, меня сильно беспокоит, это порядок внедрения ее у нас. Тут все присутствующие уже высказывались относительно того, что это фактически полная перестройка всего рынка, многих его аспектов от корпоративного управления до риск-менеджмента. Мы здесь, как всегда, в уникальной ситуации. Во всяком случае, я не знаю системы, когда люди от передовой системы T+0 переходили на T+n. Как это сделать аккуратно, чтоб ничего не порушить и чтоб все-таки все получилось, на мой взгляд, вопрос сложный. И действительно, с одной стороны, все хочется сделать эволюционно, постепенно, с другой стороны, мы все понимаем, что стоит вопрос ликвидности – как бы не разорвать ликвидность и не порушить все в этот момент.

У меня на самом деле нет ответа на этот вопрос. Совершенно точно хочется увидеть правила клиринга, правила торгов, изменения маржинальной торговли. И после того как эти вещи появятся, я бы уже принимал решения, разом мы это делаем, или мы делаем два «стакана» и постепенно переходим.

**Роман Горюнов.** Давайте теперь я прокомментирую услышанное, по поводу того, зачем и кому это надо.

Начну с того, что нет, по крайней мере у меня лично, цели любой ценой



запустить 1 ноября рынок и убить таким образом бизнес-сообщество. Такого КРІ нет. Поэтому давайте в эту игру играть не будем. Я не представляю себе в нынешней любой ситуации решение, когда кто-нибудь перерубит таким образом рубильник и скажет: из-за того что у нас есть КРІ, мы российский рынок с завтрашнего дня закрываем. Поэтому давайте в такие вещи верить не будем, и самое главное – не будем пугать себя. На бирже работают здравые люди, которые понимают, что они делают. И цель – не запустить T+n, а развить российский рынок и увеличить обороты. С этой точки зрения и поступать, собственно говоря, будут.

Теперь касаемо одновременного наличия T+n, T+0 и постепенного перехода и вообще в принципе кому это надо. В целом естественного спроса клиентов на расчеты T+0, T+n, T+1 не существует. У клиентов есть в принципе всего два спроса – либо купить акцию, либо ее продать. И с этой точки зрения им глубоко фиолетово T плюс что там написано. Поэтому одновременное наличие двух ликвидных «стаканов» практически невозможно, в отличие от валютного рынка, где есть естественный спрос на то, что я хочу сделать сделку с расчетами сегодня для регулирования баланса и хочу сделать сделку с расчетами завтра. На валютном рынке есть естественный спрос на наличие разных расчетных циклов. На рынке акций такого естественного спроса не существует, поэтому при прочих равных условиях технологий и всего остального выбирают то место, где выше ликвидность, потому что все эти расчеты T+ и что-то – это все в косяках. То есть в конечном итоге разница только в стоимости проведения транзакций. Но спред на рынке практически всегда больше, чем любая транзакционная издержка, поэтому люди выбирают тот рынок, где выше ликвидность. И до тех пока не будет понимания, что T+0 нет, а будет



T+n, все будут всегда выбирать более ликвидный продукт. Никакого естественного перетекания ликвидности не произойдет. Пример «РТС Стандарта», собственно говоря, и является таковым. При всех недостатках продукта ключевая его проблема заключается в том, что для большинства клиентов удобнее торговать там, где выше ликвидность. И все. Поэтому можно говорить про то, что действительно неделю-две параллельно существовать, но стратегически параллельное существование, на мой взгляд, невозможно.

Теперь опять для чего все это делается. Есть два, на мой взгляд, огромных преимущества для индустрии. Первое из них заключается в том, что на текущий момент 50% доходов группы ММВБ-РТС – это доходы от размещения средств. Долгое время внутри группы была дискуссия, надо ли делать T+ или не надо, из-за того что группа потеряет часть доходов от размещения средств? за счет кого эти доходы у группы формируются? Они формируются за счет участников рынка. Сейчас участники рынка бесплатно фондируют биржу. Биржа готова поделиться с ними этими доходами. С точки зрения участников рынка это огромный выигрыш в фондировании. И поэтому это нужно участникам.

Вторая история. Я абсолютно согласен, что сам по себе T+n не влияет на количество клиентов. Фактором, влияющим на количество и на активность клиентов, являются те свойства продукта, который им предоставляется возможность проведения большего количества операций на те деньги, которые есть, единая позиция со срочным рынком, например, которая дает возможность проведения арбитражных операций в разы дешевле. Огромное количество инвестиционных стратегий, которые в мире работают, в России не работают. Вот кто-нибудь знает большое количество арбитраже-

ров, которые делают арбитраж между индексным фьючерсом и спотом? Сколько их в России? В мире это одна из самых популярных стратегий сейчас. Огромное количество фондов на этом работают. В России этого нет, потому что стоимость транзакций, продажа фьючерса и покупка бумаг со 100%-ным преддепонированием такова, что просто физически делает эту операцию бессмысленной. Поэтому сама по себе эта технология может породить огромное количество дополнительных клиентских операций, которых сейчас нет. Даже клиенты те же останутся. А может, новые придут. Но огромное число операций из-за стоимости сейчас просто не делается. И идея в том, что переход на эту технологию вызовет у людей реакцию в том, что ликвидность физически повысится. В конечном итоге все измеряют Лондон и Москву по объемам торгов. У кого ни спросишь, все сравнивают объемы торгов. Поэтому туда, где будет большая ликвидность, и будет смещаться интерес.

Ровно поэтому мы говорим о вопросе стоимости, которую сейчас получают западные клиенты на T+. Брокеры, которые сейчас генерируют T+ для клиентов, понятное дело, берут за это деньги. Вот стоимость этой операции приводит к тому, что клиентам проще делать в Лондоне. А вот если бы им транзакционные издержки в разы уменьшить, то они, наверно, частично и в Москве бы делали, и по большому числу других причин.

Сами по себе эти факты, по нашему мнению, должны привести к росту ликвидности – и к росту бизнеса профучастников; снижению издержек – и росту бизнеса профучастников. Наверное, разумный вопрос – стоимость для индустрии по переходу на T+n и экономический эффект, который получится в результате реализации. Наверное, здесь можно по-

дискутировать, стоят ли все усилия, которые мы сейчас прилагаем, того экономического эффекта, который получится. По нашему мнению, стоят.

Другая история заключается в том, что если мы ничего делать не будем, то тенденция потери доли по отношению к Лондону, скорее всего, не поменяется. Посмотрите, месяц от месяца происходит уменьшение рынка в России по отношению к Лондону. Есть несколько факторов, которые могут сделать это движение драматическим, например размещение Сбербанка в Лондоне. Просто 50% оборота, мы сегодня слышали, приходится на две бумаги, одна из которых в Лондоне практически не торгуется. Вот размещение Сбербанка в Лондоне приведет к драматическому изменению доли российского рынка по отношению к Лондону. И поскольку все клиенты выбирают ликвидность, то рано или поздно вся ликвидность утечет туда. Что будет делать индустрия, сидящая здесь?

**Василий Фроловичев.** Я думаю, после пламенной речи Романа не осталось людей, которые не проголосуют за T+n. Я со своей стороны хотел бы сделать несколько комментариев. Мне кажется, нужно или не нужно, пора уже закончить обсуждать. Уже вопрос только в том, как быстро это делается, и методы.

Я присутствовал на разных встречах, посвященных обсуждению T+n и обсуждению, кто должен быть драйвером этого процесса. На мой взгляд, локомотивом процесса должна выступать все-таки сама биржа. И в каких-то случаях она должна принимать решения, возможно, без попытки того, чтобы все брокеры между собой договорились. Это просто невозможно. Все брокеры работают с разными клиентами. И понятно, что у брокеров разные интересы. Конечно, нельзя делать это не проконсультировавшись, но в каких-то

случаях решения необходимо принимать.

Что мы сейчас имеем? Некоторое время назад биржа вышла с концепцией T+n. Брокеры с ней ознакомились. Была масса комментариев. Но по сию пору на вопрос биржи «ну что, 1 ноября запускаемся?», отвечают «а мы не знаем, что запускать, еще правил до конца не услышали». Поэтому мой предыдущий комментарий на тему того, что биржа должна выступать инициатором и принимать на себя ответственность за принятые ею решения, – это лейтмотив того, что сейчас происходит.

Второй момент, который хотелось бы отметить, касается того, что на рынке существует, на мой взгляд, ошибочное мнение, что рынок T+n решит массу проблем. Я согласен с тем, что T+n не является панацеей и должен быть частью комплекса мер, которые необходимо предпринять для того, чтобы и инвесторы появились, и ликвидность увеличилась, и конкурентоспособность нашего рынка повысилась.

То, что на текущий момент отсутствует, это некая глобальная концепция относительно того, а куда мы двигаемся и какие конкретно вещи необходимо сделать.

На предыдущем круглом столе озвучивались меры, которые необходимо предпринять. И вроде бы как все согласны с этими мерами. Ну так давайте уже делать. Да, я не спорю, движение идет. Но исходя из того, как быстро меняется среда, видимо, нам надо двигаться гораздо быстрее, чем мы двигаемся сейчас. Ну и, видимо, для того чтобы это сделать, приоритет этой тематики на правительственном уровне должен быть повышен.

Спасибо.

**Андрей Алетдинов.** Наверно, я соглашусь с тем, что российский рынок надо как-то двигать вперед и переходить на T+n. Но для своей компании



я вижу несколько рисков, которые хотелось бы закрыть. И я не уверен, что T+n для розничного брокера, такого как БКС, принесет серьезные выгоды. Все что может T+n дать, мы почти все делаем и так.

**Роман Горюнов.** Остатки ты размещать не хочешь более эффективно?

**Андрей Алетдинов.** Во-первых, как ты помнишь, у нас есть закон, который запрещает использовать брокерам клиентские деньги.

**Роман Горюнов.** Давайте поговорим. Идея в том, чтобы нарисовать новую модель работы российского рынка. Поэтому надо сейчас не бояться, а подумать, как это должно работать, и придумать, как сделать, чтобы это было выгодно и бирже и брокерам.

**Андрей Алетдинов.** Согласен, что нужно двигаться в этом направлении и рассмотреть эту модель. Может, сходу понять и все просчитать сложно, но нужно попытаться.

**Роман Горюнов.** В частности, когда мы дискутировали на эту тему с управляющими компаниями. Прямо в процессе дискуссии родилась идея. Может быть, кому-то сделать фонд денежного рынка, который привязан к ставке овернайт, чтобы в системе можно было покупать однодневную, двухдневную бумагу, которая дает гарантированную доходность – ставку овернайт. Чтоб у тебя не было размещения клиентских денег, а чтобы просто это была покупка какой-то ценной бумаги. Как вариант, например.

**Роман Лохов.** Ром, тут пять участников рынка говорят уже одну вещь. Что просто T+n – это ни о чем. Нарисуйте модель. N+n просто «будет-не будет» – это по барабану, я извиняюсь за сленг.

Сколько клиринговых брокеров? Что за модель рынка? К чему мы идём? Конечная цель? Сколько мы на это отводим времени? Какие факторы влияют? Придем ли мы туда через три года? И тогда будет понятно, вводится она сейчас или не вводится.

Мнения брокеров – есть разный бизнес, есть институциональный, мнения разные. Но просто обсуждать, T+n или нет...

**Алексей Тимофеев.** Мне не кажется, что Роман заблуждается на этот счет. Все участники этого процесса прекрасно понимают, что это комплексный продукт. Мы помаленьку сейчас набираем круг вопросов, которые требуют решения. И вот эти вопросы должны быть, ок, к ноябрю или зимой этого года предложены для осмысления и принятия решения, в какой момент это, скорее всего, разом будет запущено. Но для того чтобы индустрия смогла адаптироваться, между моментом, когда эти правила игры будут согласованы и когда T+n будет предложен как реальный режим торговли, должно быть не меньше полугода. Вот в этом наша задача, задача работы к ноябрю или к началу следующего года.

**Роман Горюнов.** Я согласен, но нам хотя б на русском сделать, а потом уже на английском сделаем.

**Денис Соловьев.** Ром, мне кажется, прозвучало вполне здоровое предложение – взять и срисовать. Я не думаю, что мы будем велосипед изобретать. Давайте «изуродуем» уже едущий велосипед, добавим в него свои какие-то предложения, но модель просто зарисуем со всеми системами риск-менеджмента, которые есть. Она уже на английском языке, кстати, очень удобно. И вынесем на обсуждение участников рынка. Мы хотя бы поймем, что наш особый путь не такой уж особый, как казалось.

**Роман Горюнов.** К сожалению, действительность показывает, что просто взять и скопировать модель не очень получается. В России был такой пример на валютных фьючерсах, когда в 1998 году, когда Чикагская модель была скопирована

практически один в один. Кончилось все нехорошо.

**Денис Соловьев.** Ну хорошо, с учетом ваших предложений. И вынести это на обсуждение. Поскольку вам доносят мнения с разных сторон, вы естественный визави для рынка, который должен выдвинуть и начать дискуссию.

**Роман Горюнов.** Слушай, мы уже вынесли на обсуждение, уже со всеми подискутировали. Сейчас проблема в том, что надо уже определиться и куда-то побежать.

**Денис Соловьев.** То, что вы вынесли на обсуждение, это ни о чем. Это набор предложений, а не система.

**Роман Горюнов.** Это не упрек. Это я в свой адрес говорю в большей степени.

**Денис Соловьев.** Я помню, что в первой части ты был более критичен.

**Роман Горюнов.** Коллеги, давайте про ноябрь. Уверю вас, если бы в марте, когда мы делали презентацию T+n, мы бы пришли к вам и сказали: «Уважаемые друзья! Мы понимаем, что это очень тяжелый проект, потребуется всем все переделывать, поэтому мы рассчитываем, что в течение ближайших двух лет мы будем постепенно к нему готовиться и переходить», вот этой дискуссии сегодня бы не было. Просто потому, что виртуальная реальность для всех участников и осталась бы виртуальной. Просто потому, что все понятно, мы с вами уже побеседовали - бюджеты, загрузка людей, ИТ-шников - их надо отвлекать, другие планы, надо менять модель рынка непонятно как, непонятно, что с регулированием. Кто на все эти вопросы будет отвечать? Биржа, к сожалению, на все это ответить не может.

Но с другой стороны, ожидать, что биржа выкатит продукт, к которому брокеры адаптируются, не понимая, как это все должно работать на брокерской стороне, по нашему мнению, несет очень большой риск того, что мы

напишем, придем вам, уже запрограммируем все, а вы придете и скажете, что все прекрасно, но вот надо поменять раз-два-три-четыре-пять мест, и тогда будет счастье. И мы пойдем по второму кругу. Может быть, мы сейчас все вместе обсудим и поймем, как это работает, а потом будем программировать? Чтобы не проходить бесконечное число итераций. Может быть, один раз и вместе?

**Роман Лохов.** Ром, я-то за. Но на моих встречах с инвесторами в Лондоне, Нью-Йорке, на свои предложения я слышу: «Мы ждем до ноября, потому что будет T+n». Ты сам себе противоречишь. Значит, в принципе T+n ты уже как-то запрограммировал. И предложение - давайте как-то программу отменим до ноября.

**Татьяна Мерсика.** Роман, у нас такое же впечатление. Мы как бы перевариваем один дедлайн за другим. Нам сообщают, что в июне у вас уже будет вся информация. Следующая информация - все будет готово в ноябре. Скажите что-то определенное.

**Роман Горюнов.** Коллеги, вспомните мое выступление в первой части. Я понимаю, что мы сами несовершенны, и в этом есть проблема.

**Константин Волков (НФА).** Уважаемые коллеги, можно тоже добавить пару слов. Мне нравится убежденность Романа. Немножко не нравится, что на главные вопросы, к сожалению, ответов до сих пор нет.

Главным вопросом, на наш взгляд, является, сохраним ли мы тех инвесторов, которые сейчас есть в режиме T+0, которые есть у ритейловых брокеров. Значительная часть организаций - членов НФА выражает в этом обоснованные сомнения. Нам бы хотелось все-таки лицом к этому инвестору обернуться и пойти за его интересами. Тем более что такого рода прыжок в истории российского рынка уже был. Один раз Московская фондовая биржа уже попыталась так с акциями

«Газпрома» действовать, в результате чего вся ликвидность утекла на биржу господина Николаева. Пока официальной позиции НФА нет по этому поводу, но уже сейчас можно сказать, что значительная часть организаций - членов НФА считает более оправданным более постепенный переход, чем переход по принципу «пан или пропал».

И наконец, последнее. Я абсолютно согласен с мнением представителя БКС и выскажу обоснованное предположение, что мы не введем этот режим ни в ноябре, ни даже в январе следующего года, нас от этого отвлечет серьезная ситуация на финансовом рынке в целом.

В принципе мы, конечно, за режим T+n и считаем его прогрессивным. Спасибо.

**Владимир Твардовский.** Можно я отвечу за конечного розничного клиента как представитель брокера, который работает с розницей? Клиент ничего не заметит. Мы уж постараемся так сделать.

**Роман Горюнов.** Относительно кризиса и всего остального я просто еще одну ремарку хотел бы сделать, потому что практически бесплатным приложением к проекту T+n будет проект, который называется «репо с центральным контрагентом». И честно говоря, ожидание кризиса и воспоминания о том, что было в 2008 году в ситуации, когда институционально на рынке репо ничего не поменялось... Если бы у нас сейчас было репо с центральным контрагентом, я бы чувствовал себя значительно комфортнее или, по крайней мере, сказал бы так: большинство объемов, которые есть сейчас на рынке репо, клирились бы через центрального контрагента, я бы чувствовал себя значительно более комфортно. Я думаю, что все присутствующие здесь чувствовали себя значительно более комфортно. Надо понимать, что это небесплатно для всех. И идея в том,



что надо сделать это побыстрее, на самом деле это не просто желание менеджмента провести IPO или еще что-то. Институционально в целом ряде вещей рынку просто это необходимо, помимо той дискуссии, которая была в части самого T+n.

**Андрей Широухов (ГК «Алор»).** Добрый день. Широухов Андрей, группа компаний АЛОР. Коллеги, на мой взгляд, переход на расчеты T+ – это логичный шаг в части взросления рынка. После 1998 года, когда мы перешли на T+0, главное было обеспечить надежность расчетов. И T+0 эту задачу выполнил. Но помимо технологии расчетов T+0 там были еще регулятивные нормы, которые повышали надежность. Это и требования по разделению собственных и клиентских средств, и дальнейшее жесткое регулирование остального, и требование отдельно расчета средств на «срочке» и на споте. С переходом на T+ меняется, в том числе и бизнес-модель брокеров.

Совершенно верно, для розничного инвестора мы сделаем так, чтобы он был удовлетворен и ничего не заметил. Но меняется бизнес-модель брокеров. Поэтому T+ надо рассматривать совместно с изменением регулирования деятельности брокера. В том числе возможность изменения требований по разделению собственных и клиентских средств либо возможность заключения сделки брокеру со своим клиентом. То есть именно те вещи, которые завязаны на те возможности, которые дает T+. А вот про них не слышно пока ничего.

**Роман Горюнов.** Коллеги, а кто про это должен говорить? Биржа не знает про это. Вот я к чему вас призываю. Если вам нужна площадка биржи, давайте на бирже подумаем. Есть НАУФОР, который уверен, захочет с вами это обсудить. И вы не ждите, что сейчас дядя Вася напишет эту

бизнес-модель. Если вы сами ее не напишете, ее никто не напишет.

**Алексей Тимофеев.** Мы занимаемся этим уже и делаем это совместно с биржей. Я думаю, что в какой-то момент мы объединим усилия и с НФА. И я полагаю, что позиция индустрии будет максимально представлена. Спасибо. ■

