

Ключ к рынку

МАТЕРИАЛЫ ЕЖЕГОДНОЙ УРАЛЬСКОЙ КОНФЕРЕНЦИИ «РОССИЙСКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК». ПАНЕЛЬ 1: «КЛЮЧЕВЫЕ ВОПРОСЫ РАЗВИТИЯ РОССИЙСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА»

В ходе дискуссии обсуждались проблемы регулирования, а также предстоящие изменения продуктового ряда и политики бирж. Проблем много, но рынок есть. Пусть он не самый большой и успешный. Тем не менее на нем работает много людей и совершается много сделок.

Участники: Олег Вьюгин, модератор (МДМ-банк), Дмитрий Панкин (ФСФР России), Андрей Басуев («Унисон капитал»), Сергей Золотарев («Октан брокер»), Ираклий Кирия (УК «Система Профит»), Сергей Балацкий («Инвеко»), Александр Мещер («Управляющая компания»), Константин Корищенко («Инвестбанк»), Владимир Чистюхин (ЦБ РФ), Сергей Чернов («Витус»), Александр Пластинин («Уральский банк реконструкции и развития»), Анна Кузнецова (Московская биржа), Роман Горюнов (НП РТС), Владимир Кречотень (ФК «Открытие»), Алексей Орлов (правительство Свердловской области).

Алексей Орлов. Уважаемые коллеги, позвольте мне от лица правительства Свердловской области приветствовать участников пятой Уральской конференции «Российский фондовый рынок». Уже пятый год, и это отраднo осознать, город

Екатеринбург становится центром обсуждения современного состояния российского фондового рынка, традиционным ежегодным местом встречи профессиональных участников и представителей регулирующих организаций. И сегодня здесь, я в этом абсолютно уверен, будет активная дискуссия по ключевым вопросам современного состояния национального фондового рынка, его развития, состава и проблемам его регулирования.

Свердловская область по экономическому, научно-техническому потенциалу является одним из крупнейших субъектов Российской Федерации с высоким уровнем деловой, культурной и общественной активности. В Свердловской области, отличающейся высокой концентрацией промышленных предприятий, сформировалась высоко-развитая структура кредитных учреждений. Так, по состоянию на 1 октября (позволю себе



привести некоторые цифры) текущего года на территории Свердловской области действовало 1318 пунктов банковского обслуживания, включая 16 коммерческих банков, 90 филиалов кредитных организаций, 1212 внутренних структурных подразделений кредитных организаций. По сравнению с аналогичным периодом прошлого года общее количество пунктов банковского обслуживания на территории области возросло более чем на 9%.

В целом можно констатировать, что ситуация с банковским сектором Свердловской области является стабильной, обеспечено своевременное прове-

дение расчетов и платежей, активизировался рынок межбанковских кредитов. Вложения кредитных организаций в ценные бумаги на 1 октября текущего года составили более 88 миллиардов рублей, что на 23% превышает аналогичный показатель прошлого года.

При этом следует отметить, что российский фондовый рынок развивается достаточно медленными темпами, имеет ограниченный круг инструментов, характеризуется низкой долей долгосрочных инвесторов. И я уверен, что сегодня эти проблемы вы будете активно обсуждать. Для развития фондового рынка необходимо привлечение на

рынок новых эмитентов. Несмотря на значительное количество зарегистрированных в Уральском регионе акционерных обществ (их порядка 19 тысяч), их акции почти не присутствуют на торгах. Вывод этих инструментов на организованный биржевой рынок является одной из важнейших задач. Также считаю, что одной из важных задач, стоящих перед участниками фондового рынка, является поиск оптимального баланса интересов и инвесторов, позволяющий, с одной стороны, защищать инвестора, а с другой — создавать условия для выхода на биржу максимальному количеству компаний. При этом государствен-



ное регулирование рынка ценных бумаг должно, во-первых, защищать интересы инвесторов, во-вторых, содействовать привлечению средств в долгосрочные инвестиционные проекты и, в-третьих, обеспечивать прозрачность и снижать риски финансовой системы в целом, в том числе предотвращать утечку инсайдерской информации.

Мы заинтересованы в том, чтобы крупные холдинги, находящиеся на территории Свердловской области, работали на бирже, потому что это повышает прозрачность бизнеса и капитализацию. Мы знаем, что они недооценены и делаем все возможное для улучшения имиджевой составляющей привлекательности нашего региона, в том числе путем поддержания международного кредитного рейтинга области, проведения крупных выставочных мероприятий, таких как «Инопром». Начиная с 2006 года рейтинговое агентство Standard&Poors подтверждало долгосрочные кредитные рейтинги Свердловской области на уровне *BB* с прогнозом «стабильный» либо «позитивный». В прошлом году это рейтинговое агентство повысило долгосрочный кредитный рейтинг Свердловской области с позитивного на стабильный, и 5 ноября текущего года данное рейтинговое агентство вновь подтвердило кредитный рейтинг Свердловской области на уровне «стабильный».

И в заключение хотелось бы пожелать всем участникам конференции конструктивной и содержательной работы. Спасибо.

Олег Вьюгин. Попробую очертить круг актуальных вопросов, как я их понимаю.

Первый актуальный вопрос — это регулирование. Второй вопрос — это все-таки что в ближайшее время произойдет с продуктовым рядом и политикой бирж.

Далее — капитал. Хотя эта проблема немножко остыла, но мне кажется, что про нее имеет смысл поговорить.



Хочу предложить начать нашу дискуссию руководителю ФСФР Дмитрию Владимировичу Панкину, потому что ФСФР является регулятором этого рынка. И хотя сейчас поднята дискуссия об изменении системы регулирования и в адрес ФСФР иногда слышатся заключения, что все плохо, я думаю, что это несправедливо. Конечно, проблем у ФСФР много, но рынок есть. Он не самый большой в мире, не самый успешный, но рынок довольно серьезный. Есть регулирование. Оно работает так же, как работало 15 с лишним лет. Как бы оно ни работало, а состоялся рынок, в котором довольно много участников ведут сделки.

Если уж ставить вопрос об изменении регулирования, то по существу, а не по форме, отталкиваться не от того, что на ФСФР нет денег. Правда, представитель ЦБ Сергей Анатольевич Швецов сказал, что деньги есть, и изменение регулирования связано с другими причинами.

Я думаю, может быть, третьим вопросом сделать макропруденциальное регулирование и риски, потому что это один из посылов, который лежит в основе изменения регулирования.

Пока, к сожалению, эта проблема обсуждалась очень поверхностно. Я бы мог сказать, что единственным содержательным, серьезным было выступление Алексея Тимофеева (на открытом Правительстве 6 ноября), в котором была сделана попытка проанализировать истоки изменений в системе регулирования. Тем ли объясняется желание провести реформу, что нет денег? ФСФР стоит очень дешево как орган исполнительной власти, и аргумент о деньгах, как мне кажется, ставить просто неуместно.

Я надеюсь, что дальнейшая дискуссия пойдет по существу. Я хотел бы призвать всех, кто будет в ней участвовать, участвовать именно по существу и не с позиции силы. Желание решать вопрос с позиции силы пока ощущается. Фондовый рынок в мире всегда разви-

вался в тесном взаимодействии участников и регулятора. Это его отличие от банковского сектора. В банках все формальней и проще, и там пруденциальный надзор действительно играет решающую роль.

Я бы хотел предложить Дмитрию Владимировичу начать нашу дискуссию.

Дмитрий Панкин. Добрый день, уважаемые коллеги. Я думаю, состояние рынка и регулирование — это центральная тема. Мегарегулятор — это хорошо, на главное — было бы что регулировать. Тут приводились цифры, что в Свердловской области 23% роста в банковских депозитах. А какой рост объемов в регионе на фондовом рынке? Насколько увеличился объем торгов, объем сделок?

Для нас всех принципиален вопрос — что делать и можем ли мы вообще что-то сделать. Мы видим, что на мировых рынках идет падение оборотов, не растут индексы. Но расслабиться было бы, на мой взгляд, неправильно.

В мире действительно наблюдается тенденция к ограничению фондового рынка, выведению его на организованный рынок, вводятся более жесткие нормы по соотношению капитала и рисков. Все это правильно, но для другого рынка.

У нас задача — развитие рынка, а не введение дополнительных мер по его ограничению. Мы много говорили и о вопросах, связанных с пенсионной системой, и с налогообложением, и стимулированием прихода частного инвестора на этот рынок. Что-то сделать (для улучшения ситуации) мы должны, используя все ресурсы, пусть и ограниченные, которые есть в наших руках. Мы говорили и о том, что нужно вводить более понятные требования к капиталу страховых организаций, чтобы эти средства были реальным ресурсом работы на рынке ценных бумаг.

Я бы хотел остановиться на двух моментах: на некоторых изменениях в

надзоре, которые нам надо обязательно сделать, и требованиях к капиталу профучастников.

По надзору. Сейчас стала модной тема пруденциального надзора. Действительно, сейчас мы смотрим в первую очередь, вовремя ли сдан отчет, а если на три дня опоздал — то получи штраф 500 тысяч рублей. С одной стороны, правильно — отчеты надо сдавать вовремя, надо соблюдать все лицензионные требования, чтобы вовремя выполнялись все нормы, связанные с противодействием отмыванию средств. Но если это все будет соблюдаться, но не будет рынка — это не та ситуация, которой мы хотели бы достичь.

Необходима работа по изменению регулирования и законодательства для смещения акцента работы службы на контроль за уровнем риска, который берут на себя профучастники. Контроль соотношения капитала и уровня риска, который берет на себя участник рынка.

Второй момент, на котором хотелось бы остановиться, — это длительная дискуссия по минимальному объему требований к капиталу профучастников. В позапрошлом году мы повысили эти требования, установили новые планки — 35, 80, 100 млн рублей. Сработало или нет? Основная цель изменений была — снизить возможности для появления новых отмывочных контор. Достигли ли цели? Наверное, не совсем, потому что подобные фирмы рисуют эти цифры так же, как и рисовали их до повышения.

Сейчас мы планируем сделать некоторые изменения в этих подходах. С одной стороны, надо снизить размер требований к капиталу, особенно это актуально для регионов и тех профучастников, которые не несут большого риска. С другой стороны, снизив требования по капиталу, поднять требования к качеству. Пусть это будут не 35 млн, а 5 млн, но живыми деньгами.

Благодарю за внимание.





Олег Вьюгин. Я хотел бы обратиться к Басуеву и Золотареву. Это представители нестоличных компаний на нашем рынке.

Андрей Басуев. Мы считаем, что мы частичка общего фондового рынка. Я сам из Тюмени. Уже много лет я говорил, что нет тюменского фондового рынка, нет даже российского фондового рынка, а есть глобальный фондовый рынок, и мы его частичка. И как бы малы ни были региональные компании, у нас часть клиентов этого фондового рынка, и мы их обслуживаем.

Дискуссия по поводу капитала была начата в 2008 или 2009 году по инициативе НАУФОР, и я полностью поддерживаю точку зрения НАУФОР, когда мы высказывались против ужесточений, которые навязывались и болезненно сказывались на региональных компаниях. Профучастники нужны разные — крупные, средние, малые, и вводя в тот момент такие пороги, мы, само собой, уменьшали количество участников на фондовом рынке, и это плохо для рынка.

Если сейчас уменьшатся требования по капиталу, это будет шаг вперед, и малым компаниям гораздо легче будет выполнять требования по качеству.

Забегая вперед — несмотря на тот фон, который образовался в последние несколько недель (связанные с образованием мегарегулятора), профучастники, вообще рынок, ждут других инициатив, которые уже были сформированы и озвучены. В первую очередь, это снижение налогообложения в части НДС.

Второе. Весь рынок ждет так называемой льготы по трем годам. Насколько я понимаю, сейчас она очень сильно зависает, а возможно, ее не будет вообще.

Такие мелкие шажочки требуются фондовому рынку, и очень жалко, что они либо оттягиваются, либо их не будет вообще.

Третье — это открытие инвестиционных счетов, которые были продеклари-

рованы. Я понимаю, что это тоже надолго отодвигается. Очень жалко и обидно, что из-за этого мы не можем предлагать какие-то дополнительные инструменты для наших клиентов.

Сергей Золотарев. Я так понимаю, нас пригласили сюда, чтобы составить какую-то оппозицию. Якобы региональные профессиональные участники являются вечно ущербными, забытыми, вечно обиженными на регуляторов и больших профучастников. На самом деле это не так. Я бы, наоборот, поддержал то, что сейчас Дмитрий Владимирович сказал. Все ведь прекрасно понимают, что важны не те шаги, которые пытаются сделать власти в наведении порядка и установлении строгих, красивых правил для всех, а важна, в том числе, и последовательность этих шагов. Мы ждем не только этих шагов по изменению регулирования. Мы ждем каких-то стимулирующих действий от власти.

Рынок финансовых услуг находится в очень забитом состоянии, и это не проблема маленьких региональных компаний, это проблема всего рынка. И чтобы его развивать, нужно делать какие-то вещи, связанные с изменением законодательства, налоговым стимулированием, упрощением каких-то процедур, попыткой вернуть ценообразование инструментов в Россию. Таких вещей много, они говорятся, в том числе, и в рамках Национальной ассоциации участников фондового рынка.

Эти вещи должны быть первичны, а уже под них, наверно, должно подстраиваться и регулирование, и, может быть, какие-то более глобальные, но вторичные вещи.

Что касается того, что сказал Дмитрий Владимирович по поводу увеличения капитала. Да, увеличение капитала было одним из самых болезненных вопросов для небольших региональных компаний и вообще для количества финансовых посредников. Сейчас мы уже не вернем компании, которые совершенно ушли с



рынка. Но все-таки лучше это делать, потому что качество компаний важнее.

Эта тема очень сильно перекликается с пруденциальным надзором. Нам особенно обидно в этой части, потому как есть абсолютная уверенность в том, что многие большие глобальные игроки, банковские конгломераты в первую очередь, приносят в систему несравнимо большие риски, чем любой маленький брокер или даже сотня таких брокеров. И вот эти риски должны быть учтены, в том числе в рамках пруденциального надзора, в рамках требований со стороны регулятора и в рамках отчетности. Мне кажется, это гораздо важнее, чем попытка регулировать какими-то абсолютными цифрами либо нашу численность, либо нашу работу.

Олег Вьюгин. В нашей аудитории присутствует Сорвин Сергей Васильевич, глава управления Центрального банка Свердловской области и Фурдуй Светлана Валерьевна, руководитель регионального отделения ФСФР по Уральскому Федеральному округу. Если у вас есть желание какой-то вопрос поднять или прокомментировать, готов в любой момент предоставить вам слово.

Сейчас у меня предложение высказаться залу. Существует большая дистанция — у нас есть очень крупные банки, которые ведут брокерскую деятельность и активную деятельность профучастника, и там концентрируются какие-то риски, но есть и компании, которые ведут более узкую деятельность. Наверно, в аудитории присутствуют руководители и представители такого типа компаний. Хотелось бы услышать: как вы считаете, что нужно от регулирования? Какую задачу вы решаете на рынке сейчас?

Ираклий Кирия. Насколько я понимаю, требования по собственному капиталу призваны ограничить операционные риски профучастников. А почему не рассматриваются другие методы ограни-

чения рисков? Например, страхование ответственности или формирование какого-то фонда. Потому что таких рисков, которые возникают у страховых компаний и банков, у брокеров нет, поскольку имущество клиентов обособленно, а единственным способом регулирования рисков рассматривается только собственный капитал. Хотя на данный момент все, кто мог решить эту проблему, ее решили.

Дмитрий Панкин. Представление о том, что все, кто занимался какими-то нехорошими операциями, уже ушел, наверно неправильно. Особенно мы с этим сталкиваемся в Москве. Появляются новые компании на продажу, которые не ведут реальной деятельности и создаются для проведения двух-трех отгонных операций. Такая проблема есть.

Что касается того, что не надо ограничиваться только требованием по капиталу и надо посмотреть весь спектр рисков, то абсолютно согласен: здесь именно так и надо действовать. Но тут во многом требуется уже менять законодательство.

Важный вопрос — создание компенсационных фондов, страховых схем, то есть некоего аналога АСВ. Но здесь надо видеть принципиальную разницу: если в банковском секторе мы гарантируем вкладчику сохранение 700 тысяч рублей, то на фондовом рынке, на наш взгляд, было бы принципиально неверно идти по этому пути гарантий сохранности. Компенсационные и страховые системы должны быть, но они должны закрывать операционный риск, риск инфраструктуры, а не рыночный. Так что над этим думаем.

Олег Вьюгин. Достаточно разумное и понятное предложение. Кстати, НАУФОР периодически этот вопрос поднимет. Но что касается отмывочных компаний, то решение вопроса путем установления высоких требований к капиталу — это как срезать гриб трактором. Эти проблемы решаются по-другому, и надо посмотреть мировой опыт.





Сергей Балацкий. К вопросу регулирования и коллективных инвестиций: в свое время законодательство было написано таким образом, что подразумевалось, что рынок всегда будет расти. В ситуации, когда рынки падают или крайне волатильны, если управляющий будет активно привлекать на этот рынок инвесторов, то мягко говоря, он будет их обманывать, потому что он не то что не сможет заработать, но 100% потеряет эти деньги.

Последнее время мы активно говорим, что не мешало бы каким-то образом поменять законодательство, чтобы была возможность играть вниз, потому что есть инструменты, которые позволяют это делать. И это чисто воля регулятора. Что вы думаете по этому поводу?

Дмитрий Панкин. Давайте предложения, потому что сейчас каких-то непосредственных планов вводить новые виды инструментов, новые типы операций для коллективных инвестиций нет. Для нас сейчас самое острое, самый большой вопрос — это НПФы, что делать с НПФ? Все эти разговоры, связанные с реформой накопительной пенсионной системы, требования к активам, требования к обязательствам и выстраивание соотношения, какой объем обязательств мы фиксируем за НПФ, и как исходя из этого объема обязательств, определять, какие требования к видам активов, операций, которые будут дозволены для НПФ.

То, что отметили вы — почему нет? Собственно, если хочешь рисковать, использовать короткие продажи или инструменты, которые сыграют при понижении общего индекса, — почему нет, если это все транспарентно, если участник такого коллективного фонда понимает все риски. Я не вижу принципиальных возражений для того, чтобы ограничивать такие типы инструментов.

Александр Мецгер. На мой взгляд, еще есть тема, которая с темой регулиро-

вания непосредственным образом не связана, а именно саморегулирование. Я считаю, что финансовый рынок, о котором мы сегодня говорим, — это все-таки не совсем банковский бизнес, это бизнес, который во всем мире более креативен, более изменчив, и это его минус и одновременно плюс. Немножко обидно, что наша страна сейчас сделала упор на банковскую модель развития, которая на самом деле не очень корреспондирует с тезисами о том, что страна должна развиваться креативно, инновационно и так далее. При всем уважении к банкирам скажу, что инновационное развитие страны как минимум должно опираться на два крыла, — и на финансовые в классическом смысле, и на рыночные, фондовые инструменты. Исключительно на банковских кредитах инновационную экономику не построишь. В этой связи я считаю (и тут мы уже расходимся с банкирами), что на нашем рынке чрезвычайно важна тема саморегулирования.

Вопрос. Как видится развитие инструментов СРО? Каким образом видится взаимосвязь с государственным регулированием? Потому что на нашем рынке этот аспект чрезвычайно важен. Такое впечатление, что заделы, сделанные 5–10 лет назад, не подходят, такое впечатление, что государство начинает регулировать само себя, потом начинает говорить, что и регулировать-то нечего. А на самом деле рынок жив, демонстрирует интересные формы саморазвития. Здесь на Урале, в Екатеринбурге создается совет по развитию финансового рынка, который, мы считаем, будет интересным форматом для обсуждения развития нашего рынка. Здесь будут не только фондовики, но и представители банковского сегмента, страхового и реального сектора экономики. Всем интересны вопросы развития — привлечение капитала, размещение капитала и так далее.



А саморегулирование — оно вообще каким-то образом звучит в концепции развития вот того рынка? Не важно, кто его будет регулировать, Центробанк или ФСФР. Мое мнение следующее: я бы, честно говоря, Центробанку сейчас это не давал, этот рынок настолько специфичен, что не надо сейчас его подминать под жесткий каток Центробанка.

Олег Вьюгин. Абсолютно согласен. Если посмотреть на историю развития фондового рынка в разных странах, то всегда он начинался с нуля, а когда понимали, что без правил ничего не получается, вводили правила. А кто вводил правила? СРО. Во многом это история британского рынка. Во многом это был саморегулируемый рынок, и вершина его — FSA, когда потихонечку все сложили в одну организацию, которая не являлась органом исполнительной власти, а была продолжением СРО, но уже с принудительными функциями. Специфика этого рынка неслучайна, потому что это рынок, который творит каждый день, он создает каждый день новые идеи, новые продукты и так далее.

Константин Николаевич, вы человек достаточно категоричный и четкий и работали и в Центральном банке, и президентом биржи. Что вы по этому поводу скажете?

Константин Корищенко. Прежде всего я хотел сказать на тему капитала, его достаточности, величины и прочее. Все-таки модель, которая существует в банковской системе, в любой банковской системе, с моей точки зрения, правильная. Единственно правильная — это модель регулирования не по принципу размера, а по принципу достаточности, особенно в современных условиях. Я бы хотел начать с рисков. Наверно, вряд ли на каком-нибудь маленьком ямском перегоне, где меняли лошадей, могла родиться какая-либо эпидемия, поскольку количество людей, которое там бывало за

единицу времени, было очень невелико. Но если в любом аэропорту или на вокзале, не дай бог, появятся люди с серьезными вирусными заболеваниями, то это распространится очень быстро. Это абсолютная аналогия, с моей точки зрения, с сегодняшним состоянием финансового рынка. Сегодня вирусносителями являются де-факто участники финансового рынка, в том смысле, что проблемы связаны с их деятельностью, чаще всего, с избыточным левереджем. И на сегодняшний день, я думаю, что существующая модель регулирования рисков в связи с наличием лицензии, в общем уже устарела, и риски, например, компании, которая не имеет лицензии, могут оказаться больше, чем риски компании, имеющей лицензию.

Поэтому первый пункт моих тезисов заключается в том, что подход, связанный с регулированием банка, брокера, любого другого профессионального участника в моем понимании если не устарел, то заслуживает пересмотра. Потому что обычная компания, не имеющая лицензии, может создать весьма и весьма серьезные проблемы на рынке в связи с объемом баланса этой компании и наличием тех или иных инструментов (особенно деривативов) на ее балансе.

Второй мой тезис заключается в том, что проблема не в размере капитала и даже не в его качестве, а в его достаточности. Если вы не имеете необходимого капитала, то не можете расширять свой баланс и не должны иметь такую возможность.

И утверждение, что участник фондового рынка не несет с собой рисков, а оказывает только услуги, это утверждения лукавые. Потому что те денежные средства либо ценные бумаги, которые находятся либо в рамках баланса либо рядом с балансом и под его контролем, ничем не хуже и не лучше тех депозитных средств, которые находятся на балансе банка.





Поэтому риски как минимум сопоставимы, и следовательно основной упор регулирования должен быть не на уровень капитала, а на то, чтоб этот капитал действительно был реально оплаченным и ограничивал размер leverage, размер риска, который несет с собой участник рынка.

И последний тезис. Есть ли деньги на ФСФР, нет ли денег — мне кажется, это несколько другая постановка вопроса. Проблема не в том, есть ли деньги, а в том, что все мы видим, что последние несколько лет происходит серьезный сдвиг в сторону государства как последней инстанции по спасению экономики и участников рынка за счет средств, которые так или иначе принадлежат государству. Все мы хорошо понимаем, что это средства либо бюджетные, либо эмиссионные, которые находятся под контролем Центрального банка.

Я не хочу дальше распространяться в сторону социально-политических последствий. Я говорю о том, что, к сожалению, рынок сегодня сам себя спасти не может. Объем средств, которые рынком реально капитализированы, существенно недостаточен по отношению к тем объемам обязательств, которые были сгенерированы за последнее десятилетие. Поэтому все приходит к государству и в явной и неявной форме говорят: дайте денег на спасение. В этом смысле обращение к Центральному банку, с моей точки зрения, имеет мало отношения к модели регулирования. На самом деле это вопрос о том, за счет каких денег спасать в случае необходимости участников рынка — за счет бюджета или за счет эмиссионных денег. И вот концепция передачи регулирования в Центральный банк — это на самом деле косвенный ответ на вопрос, что основной канал поддержки и спасения участников рынка — это эмиссия.

Я дальше не хочу распространяться о макроэкономических последствиях

таких решений. Мы можем очень долго дискутировать, кто может лучше регулировать рынок, но в условиях, когда практически все страны (наша в этом смысле исключение, поэтому мы можем себе позволить рассуждать) имеют большие дефициты и государственные задолженности, и средств бюджета на спасение рынка практически нет, то ничего другого, кроме как печатать деньги, не остается. Мы еще отчасти можем позволить на эту тему дискуссию, что, собственно, сейчас и происходит. С моей точки зрения, результат этой дискуссии вполне предсказуем.

Олег Вьюгин. Получается, что банки-профучастники что-то там делают, а государство должно их спасать. На самом-то деле они чего-то делают не просто так, а есть регулирование. Кто, скажем, виноват в кризисе ипотечного рынка в США? Я считаю, что виноват регулятор, потому что регулятор это видел. Я в Америке встречался с частными финансистами. Они говорили: вы посмотрите, что происходит, посмотрите, что они делают! Все это знали, а регулятор сидел и спокойно на это смотрел, а потом сказал, что нужны деньги для того, чтобы всех спасать. Поэтому в любом случае должен быть баланс.

И все-таки вопрос: как собирается регулятор решать проблему новых рисков, которые создаются пересечением на рынке видов бизнеса, укрупнением бизнеса. Хочу предоставить слово Чистюхину Владимиру Викторовичу, поскольку он отвечает за эти вопросы в Центральном банке.

Владимир Чистюхин. Добрый день, уважаемые коллеги. Если можно, я несколько слов скажу про капитал. Вы знаете, что Центральный банк Российской Федерации тратил, тратит и, наверно, будет тратить большое количество времени и усилий на то, чтобы решить вопрос качества капи-

тала. Где-то пять лет назад на комитете банковского надзора, когда обсуждался вопрос о введении нового вида субординированных инструментов с опционом колл, чего у нас раньше не было, то была дискуссия, насколько это можно, целесообразно и так далее. И один из высокопоставленных сотрудников Центрального банка, на тот момент член комитета банковского надзора, сказал, что субординированный кредит вроде бы входит в дополнительный капитал второго уровня, который является фактически длинным долгом и может абсорбировать убытки только на уровне банкротства организации, в отличие от капитала первого уровня (акционерный капитал, уставный капитал), который может в течение времени абсорбировать убытки, то есть когда еще компания не дошла до края. Так вот он сказал, что несмотря на то, что субординированный долг — это дополнительный капитал, но если он привлечен на международном рынке, то, может быть сегодня для российской банковской системы (на тот период времени) это самый надежный вид капитала. То есть нельзя верить акционерному капиталу, нельзя верить прибыли, надо верить вот тому нормальному долгу, который привлечен на внешних рынках.

О чем говорит эта фраза, если в ней разобраться? Она говорит о том, что проблема качества капитала — это очень серьезная проблема. И очень правильный посыл, что от количества надо переходить к качеству.

Хотя обращу ваше внимание, что Центральный банк и государство в последнее время поддерживают не только концепцию достаточности капитала, но концепцию величины капитала. Я имею в виду, что уже были утверждены требования увеличения до 180 миллионов рублей минимального размера капитала для банков, а в последующем предполагается, что это будет 500 миллионов рублей. И посыл правильный,

но практическое решение этой задачи потребует больших усилий, потому что, как показывает практика, люди бизнеса — это креативные люди, и они в принципе обладают всеми навыками делать из некачественного качественный капитал.

Теперь про риски и финансовую стабильность. Когда мы вышли из кризиса 2008 года и посмотрели, что делает мировое сообщество, мы, как и многие, поняли, что нам немножко не хватает акцента на финансовой стабильности и анализе системных рисков. Банковский сектор — это хорошо, это много с точки зрения информации, но недостаточно. Нам бы очень хотелось видеть не только банковский сектор, но и иные сектора, чтобы анализировать системные угрозы. Достаточно яркий пример — это денежный рынок или рынок репо. И точно так же нам бы хотелось видеть деятельность холдингов, конгломератов, банковских, каких-то иных групп целиком. Сегодня мы видим только банковскую часть, а этого явно недостаточно, чтобы понять, насколько реален тот или иной системный риск. Отсюда мы переходим к проблеме единого сбора информации, единой базы данных.

Это я, в том числе, перехожу к вопросу, а что мог бы дать мегарегулятор, причем на любой базе, в любом формате — вот эту проблему он, наверно, смог бы решить. Это означает, что регулятору было бы легче выявлять системные риски, немножко сложнее с ними справляться, но выявлять легче.

Второй достаточно важный момент. Когда мы сегодня говорим о финансовой стабильности, то всегда говорим о системно значимых финансовых институтах. В этом году было принято решение председателя Банка России о том, что наравне со вторым контуром надзора — это порядка 200 крупнейших банков — был также выделен третий контур надзора, кото-

рым должен заниматься департамент финансовой стабильности, который я возглавляю. Туда вошло 18 банков и две инфраструктурные кредитные организации — НРД и НКЦ. НРД для нас интересен с той точки зрения, что он уже выполняет функцию центрального депозитария, и предполагается, что будет выполнять функцию торгового репозитария — вести реестр. А НКЦ, предполагается, будет центральным контрагентом.

Это инфраструктура, которой надо заниматься, а подходы к ней достаточно специфические. Несмотря на то, что мы уже выделили инфраструктуру, но пока еще на уровне субъекта, а не на уровне регулирования. Я предполагаю, что и на уровне регулирования нужно менять некоторые подходы. Например, когда мы говорили о каких-то процедурах банкротства, понятно, что инфраструктурные организации, особенно если они являются в определенной степени монополиями на рынке, не могут прекратить свою деятельность. Функция не может прекратить свою деятельность. Можно поменять руководство, акционеров, организационно-правовую форму, но функция должна продолжаться. Для них вопрос санации — это не банкротство на наиболее выгодных условиях и передача куда-то активов и пассивов и выплата кредиторам каких-то долгов. Мы не можем эту организацию, грубо говоря, обанкротить, функцию не можем обанкротить. Таким образом, регулирование нужно будет менять.

В этом списке очевидно не хватает иных системно значимых финансовых институтов. Понятно, что если мы сегодня будем анализировать рынок негосударственных пенсионных фондов, профучастников рынка ценных бумаг, страховых компаний и так далее, то там также найдем системно значимых игроков, которые несут в себе системные риски и требуют особого внимания.

Некая структура мегарегулятора могла бы этой проблемой заняться.

Я с Олегом Вячеславовичем не очень согласен на тему того, что банковский сектор такой простой и понятный по сравнению с сектором профучастников рынка ценных бумаг. Вы это сказали, в том числе, в контексте того, что в банках мы в большей степени занимаемся рисками, а не вопросами развития, инноваций, инструментов.

Олег Вьюгин. Я имел в виду, что все эти «безобразные нехорошие продукты» создаются или в небанковском секторе или на пересечении.

Владимир Чистюхин. Мне кажется, создаются и там, и там. То, что действительно мы меньше занимаемся развитием — это факт, но правильно ли это, я не уверен. Мы привыкли говорить «центральный контрагент», «центральный депозитарий», но если мы возьмем инфраструктуру банковского рынка, она тоже существует. Например, бюро кредитных историй. Явно, что это инфраструктура.

АИЖК — это инфраструктура. В какой-то степени АСВ — это тоже инфраструктура. Вопрос, что этим тоже нужно специально заниматься и уделять этому дополнительные усилия. Просто нам нужно развернуть нашу парадигму регулирования в эту сторону.

Следующий момент, чем еще мог бы помочь мегарегулятор, я еще раз повторю — в любом виде, — это снижение регулятивного арбитража. Я уверен, что его невозможно устранить, как невозможно унифицировать регулирование, потому что разный бизнес, разные риски. Но снизить регулятивный арбитраж можно. Часть профучастников рынка ценных бумаг, с моей точки зрения, явно попадает в то определение теневого банковского сектора, которое дает совет по финансовой стабильности. Это не значит, что кто-то отмывает деньги либо

обслуживает какие-то серые схемы, просто предполагается, что неравномерное регулирование создает какие-то регулятивные, налоговые, бюджетные преимущества.

Общий подход, через мегарегулятора был бы решением, и это помогло бы, в том числе и в снижении системных рисков, когда реакция на какую-то проблему шла бы не секторально, а в целом.

И наконец, последнее. Действительно и Центральный банк и сама по себе банковская среда не очень «дружат» с СРО, но тем не менее у нас есть квазиСРО — банковские ассоциации. Они разрабатывают стандарты, выражают интересы индустрии перед регулятором.

Был приведен хороший пример регулятора в Великобритании, FSA, который является некой верхушкой индустрии. Великобритания в то время поддерживалась принципа «based to approach» (*англ.* — основанное на принципах) — когда регулятор дает только самые основные принципы, а уже рынок более конкретно описывает это. Но у меня такое ощущение, что после кризиса 2007–2008 года многие регуляторы, и британский в том числе, в этой системе в определенной степени разочаровались и поняли, что принципы принципами, но надо немножко переходить на rule based. То есть чтоб сам регулятор прописывал по определенным вопросам более четкие правила. Я это к чему говорю?

К тому, что мы, как всегда, находимся в другой парадигме, чуть отстаем, поэтому еще движемся к принципу based. У нас все очень сильно было зарегулировано, и, наверно, надо было бы где-то эти вожжи отпустить. Я предполагаю, что через какое-то время мы догоним ту тенденцию, которая сегодня образовалась, и тоже скажем «нет, не надо много отпускать».

Второй момент, по поводу СРО, тоже очень важный. Не бывает полно-

мочий без ответственности. Это принципиальный момент. Если ты как СРО говоришь, что будешь разрабатывать кодексы поведения или стандарты, которым будут следовать члены организации, значит, должен быть в какой-то степени подотчетен кому-то относительно качества своей работы. СРО должна гарантировать, что у нее достаточно инфраструктуры, финансов, персонала, для того чтобы эти функции осуществлять.

Спасибо.

Олег Вьюгин. Что касается компаний-«монстров», то это совершенно другая история, там подход регулирования «по принципам» действительно не может работать только на основе правил. Надо сказать, что проблемы, которые сейчас мир решает, возникли не потому, что регулирование было по принципам, а не по правилам организовано. А потому что просмотрели риски. Даже видели их, но не обращали на них внимания.

Northern Rock — хороший пример (британский банк, потерпел крах из-за чрезмерных ипотечных ссуд в 2008 году и был национализирован). Все лежало на поверхности: банк занимал деньги и использовал их для того, чтобы выкупать ипотечные требования, и выпускал облигации. Хороший бизнес, но когда он споткнулся? Когда вдруг закрылся рынок. В FSA даже помыслить не могли, что это рискованный бизнес.

Разве не было мегарегулятора? У них он был! Причем в крупнейших банках сидело по 40–50 сотрудников FSA ежедневно, через них проходила вся информация, и они пытались контролировать риски деятельности этих институтов. И что? Не получилось. Не так все просто.

Может быть, Дмитрий Владимирович, прокомментируете последние слова про СРО?

Дмитрий Панкин. Я думаю, на собрании такой уважаемой ассоциации профучастников надо говорить «даешь всю власть СРО!». Мы сможем сконцентрировать нашу работу на пруденциальных нормах, если передадим большинство текущих функций СРО. Теоретическая картинка понятна: установление правил, стандартов можно передать саморегулируемой организации, пусть следит за их соблюдением.

Но, конечно, есть ряд вопросов. Первый: а что делать, если у нас нет обязательного членства? То есть тогда надо вводить обязательное членство в СРО. А что делать, если у нас в одном секторе сейчас существуют две или три профессиональных ассоциации? Получается конкуренция между ними или мы в обязательном порядке будем заставлять их объединяться в одну?

Дальше вопрос: а в чьих интересах будет работать эта саморегулируемая организация? Нет ли здесь рисков, что несколько крупнейших профучастников монополизировали управление этой СРО и эффект для основной массы участников будет значительно хуже, чем когда регулирование остается в руках относительно независимой государственной структуры?

Мне кажется, надо искать оптимальный баланс. И нельзя делать так, чтобы СРО оставалось безнадзорным. У регулятора должны быть полномочия по надзору за саморегулируемой организацией.

В заключение один пример, что у нас сейчас получилось на рынке автострахования. Продажа полисов ОСАГО без прохождения техосмотра — большая тема. Нам было дано задание посмотреть, что можно сделать, чтобы не продавали полисы ОСАГО без наличия техталона.

Два направления действия. Первое — проверка по линии Национального союза автостраховщиков, это саморегулируемая организация со всеми полномочиями регулирования

страховых компаний. И второе — просто прозвонить по телефонам и попросить получить эти полисы без прохождения техосмотра.

По линии НСА провели большую проверку, проверили 20 тысяч разных полисов, нарушений нет, все хорошо, система работает великолепно.

По аппарату Белого дома — им привозили полисы вместе с заполненными талонами техосмотра, диагностическими картами прямо в Белый дом. Какая проверка, какая диагностика — просто привози деньги, и мы все сделаем. Вот такая ситуация и, соответственно, делайте выводы.

Спасибо.

Константин Корищенко. Философическая основа саморегулирования заключается в солидарной ответственности. И кризис системы саморегулирования как раз заключается в том, что в сегодняшних условиях нет ответа на вопрос, в чем заключается солидарная ответственность членов СРО или СРО как организации.

Отчасти ответ на этот вопрос давался разговорами о создании системы страхования. И, кстати, в этом смысле далеко не последнюю роль в отличии банковской системы от небанковской играет тот факт, что существует система страхования вкладов. Де-факто это банковское СРО. История, скажем, 90-х годов, когда возникал ПАУФОР и НАУФОР, как раз была не в том, что люди устанавливали какие-то правила и инновационным путем двигали рынок. Была коллективная ответственность крупных участников ПАУФОР/НАУФОР и дилеров РТС, которые своим капиталом, своим именем отвечали за то, что обязательства будут выполнены.

Когда мы перешли к системам, в которых существуют центральные контрагенты, и система государственного страхования, и так далее, философическое место для идеи СРО осталось мало.

Ведь Великобритания отказалась от регулирования по principle based отнюдь не в 2008 году, а когда перешла от SFA к FSA. И это было значительно раньше, чем случился кризис 2008 года. Не в обиду будет сказано, но система маркетинга, система СРО и система коллективной ответственности — это некая стадия развития рынка, которую мы уже прошли. Если мы хотим поднять роль СРО, то ее роль как сильной организации — в деньгах, которыми она может ответить. Все остальное — факторы десятого порядка. И мы можем сколько угодно рассуждать на тему, какие принципы, какие инструменты, какие правила, но вопрос, на который надо дать ответ, — это каким образом наличие СРО защитит рынок и его участников от катаклизмов. Если нет ответа на этот вопрос, то, к сожалению, нет ответа на вопрос о роли СРО.

Олег Вьюгин. Константин Николаевич, если государственные регулирующие органы берут на себя обязанность защитить рынок от рисков, то действительно место для СРО нет. В начале СРО играли большую роль, потому что участники рынка понимали, что если они не будут работать по правилам, будут «кидать» своих клиентов, если не будет солидарной ответственности, то не будет рынка. Сейчас превалирует другая концепция, отвечать за все очень хочется государству. Это другой вариант.

Хотя объективно к этому подталкивает именно существование очень крупных институтов. Не зря американские регуляторы думают, как бы эти институты уменьшить. Потому что они понимают, что тогда существующая система регулирования будет лучше работать. В США, кстати, нет мегарегулятора, и система называется — «распыленная с ведущим регулятором».

Могу предложить аудитории по этому поводу что-то сказать.



Сергей Чернов. У меня вопрос в следующем: сейчас, когда принимается решение о создании мегарегулятора — помимо того, что повышается прозрачность, надзор и так далее — есть ли критерии, по которым не удовлетворяет существование двух регулирующих органов?

И если решение о мегарегуляторе неотвратимо, то по каким параметрам мы могли бы оценить, что цель, которую преследуют, создавая его — например, рост капитализации рынка, количества частных инвесторов — выполнена?

Что получает мегарегулятор, я вижу. А что получает индустрия, фондовый рынок? Это для меня пока загадка.

Александр Пластинин. Если регулирование брокеров перейдет Центральному банку, то получит ли рынок брокеров доступ к прямому репо ЦБ?

Дмитрий Панкин. У нас есть поручение правительства до конца этого года отработать схему рефинансирования профучастников, не имеющих лицензии ЦБ на работу через центрального контрагента.

Сейчас идет отработка всех технологий работы с биржей и центральным контрагентом. В качестве аварийного варианта просматривали схему рефинансирования через ВЭБ, но это сейчас не нужно. В нормальном режиме до конца года доработаем схему рефинансирования с центральным контрагентом. И никакого мегарегулятора здесь не нужно.

Владимир Чистюхин. Полностью согласен. А по поводу рефинансирования в ЦБ: вы начали с прямого репо, это хорошо, но что будет, если завтра перейдете к нерыночным активам или свопам?

На данный момент есть разные модели бизнеса. Одни имеют право на привлечение средств физических лиц во вклады, но очень сильно зарегули-

рованы. Зато у них есть возможность поддержать свою деятельность посредством получения краткосрочной ликвидности в ЦБ.

А есть другая модель бизнеса, которую сегодня используют профучастники рынка ценных бумаг. Они более свободны в своем бизнесе, но у них нет такой спасательной шлюпки.

Ответ мой понятен. С моей точки зрения, доступ к рефинансированию можно рассматривать только через концепцию регулирования. Если будет изменяться концепция регулирования профучастников (а, наверно, это то, чего на данном этапе хотелось бы избежать, учитывая их особенности), то, соответственно, можно будет ставить вопрос о рефинансировании. Или если мы все-таки выделим системно значимых игроков рынка, тогда, понятно, в любом случае в отношении них будет введено дополнительное обременение. Тогда можно ставить вопрос о рефинансировании.

Спасибо.

Анна Кузнецова. Добрый день. Хотела бы обозначить три темы, о которых собираюсь говорить. Тема первая — это новые сервисы московской биржи, новые технологии и большой сложный проект Т+2.

Вторая тема — модернизация листинга, которая, по нашему мнению, уже назрела.

И тема третья — это тарифы.

Московская биржа приняла решение переходить на модель Т+2 и нарисовала для себя некоторую связку проектов, описывающих, каким образом мы планируем достигнуть этой цели.

Сегодня российский рынок находится на переломном, может быть, кризисном этапе. Количество новых денег резидентов, приходящих на этот рынок, становится все меньше и меньше. Количество денег нерезидентов тоже невелико, в сравнении с другими странами. Количество клиентов, в том числе физи-



ческих лиц, которые создали модель T+0, на сегодня иссякает.

Также мы видим несколько других тенденций. Например, российские эмитенты предпочитают для размещения лондонскую площадку. И основная причина, которую все называют — это отсутствие длинных, больших денег на внутреннем рынке.

Мы видим еще одну тенденцию — практически все крупные российские брокеры имеют офисы в Лондоне, Нью-Йорке. Изначальная цель, с которой российские участники выходят на рынки других стран, — это именно привлечение инвесторов тех стран на внутренний рынок. Но то, что мы видим сегодня — когда российским инвесторам предлагают торговать российскими бумагами на LSE (и замечу — со сроком расчетов T+3), — это тенденция.

Если мы ничего не будем пытаться менять в регулировании и в технологиях, то эти тенденции будут прогрессировать. И будет ли у нас тогда финансовый и фондовый рынок, про регулирование которого мы сегодня говорили?

Причина, по которой мы хотим поменять модель расчетов, заключается в том, что весь финансовый мир торгует с другим сроком расчетов. У бирж других стран тоже были кризисные периоды, когда внутренний рынок уходил. Я бы в первую очередь вспомнила Бразилию и Варшаву. Тем не менее обе страны смогли этот рынок вернуть. Мне бы тоже хотелось, чтобы за два-три года мы смогли этой цели достигнуть.

Теперь о шагах. На сегодняшний день на сайте Московской биржи открыта страница, на которой представлены проекты правил торгов, правил допуска, правил клиринга, технологическая схема, презентация проекта и вопросы-ответы. Методика расчета риск-параметров будет раскрыта в ближайшее время. Правила клиринга

вскоре появятся. 10 декабря планируется начало торгов репо с центральным контрагентом. Появится стаканное репо. Репо будет однодневное, постепенно в рамках данного проекта сроки будут удлиняться. К заключению сделок репо будут допущены десять наиболее ликвидных акций и облигации из ломбардного списка Банка России с рейтингом ВВВ-.

В январе мы предоставим участникам тестовый контур для торгов T+2 и рассчитываем, что в марте торги T+2 начнутся.

Мы выбрали срок расчетов T+2 по нескольким причинам. Первая. Есть европейская директива, в соответствии с которой вся континентальная Европа и Лондон должны перейти на модель расчетов T+2. Были ожидания, что это случится к 2014-му году, сейчас обсуждается вопрос о переносе этого срока. Соответственно, видя мировой тренд и то, что ряд бирж сегодня работают со сроком расчетов T+2, мы тоже предпочитаем этот срок расчетов. Дополнительно это нам дает некоторые преимущества на внутреннем рынке. Для банков, например, срок расчетов T+2 — это сделка спотовая, срок расчетов T+3 — это сделка срочная, которая приводит к сложностям, связанным, в том числе, с банковским учетом.

Есть несколько мировых исследований, например, исследование Boston Consulting Group, о том, каким образом мировая индустрия будет переходить с T+3 к сроку расчетов T+2, сколько на это требуется времени, денег; и как мировая индустрия относится к иным срокам расчета, например к T+1. Мы все помним, что сроки расчетов начинались с 15 дней. Соответственно, T+1, по мнению экспертов и нашему, для мировой индустрии срок тяжелый и в обозримом будущем нереальный. Формат расчетов T+2 более правильный, чем иные сроки расчетов.





На первом этапе предполагается допустить наиболее ликвидные 20 акций и все ОФЗ. Предполагается период параллельного обращения T+0 и T+2 в течение трех месяцев. К окончанию этого периода стаканы T+0 по данным бумагам предполагается закрыть. Также предполагается закрыть стакан T+0 еще по 30 бумагам, которые будут входить в основной индекс биржи.

То есть к лету этого года планируется перевести на торги T+2 50 акций и все ОФЗ. Биржа будет смотреть, как развивается ситуация с корпоративными облигациями и на рынке репо и насколько это востребовано участниками рынка.

Соответственно, целевая модель, которую мы хотели бы увидеть в конце следующего года, — это работа всего рынка на T+2.

Вокруг конфигурации этого проекта было очень много споров. Желаний у разных клиентов много, и порой они являются противоречивыми. После реализации первого этапа будут реализовываться остальные сервисы. Я в первую очередь говорю о присвоении статуса клирингового члена участникам-нерезидентам, например, лондонским международным компаниям. В качестве члена будет выступать локальный участник, а клиринговым членом может выступать нелокальный участник.

Мы считаем правильной единую позицию по всем рынкам и единое маржирование. Соответственно, на сегодняшний день проект будет делаться отдельно для фондового рынка, следующим шагом будет объединение клиринга с валютным рынком, и третьим шагом — со срочным рынком.

Причин, по которым нерезидентам тяжело воспринять Россию, четыре. Первая — это отсутствие центрального депозитария. Будем считать, что эта тема отчасти решена, хотя впереди еще реальный путь. Второй вопрос — это T+2. Третий вопрос — непонятный листинг. И четвертый вопрос — возможность удобных точек доступа. Точка

доступа в Лондоне у нас тоже появилась недавно, поэтому можно обсуждать листинг.

На мировых биржах существует один формат — эмитент либо в листинге, либо он не в листинге. По максимуму возможен премиум-листинг, выделение из общего списка бумаг некоего премиального сегмента. Если же мы посмотрим на российский листинг, то с точки зрения регулирования у нас пять котировальных списков плюс внесписочный сектор, который никто не может понять. И есть какие-то дополнительные сегменты, которые развиваются, в том числе, в рамках биржи, — рынок инвестиций и инноваций, бумаги с повышенным уровнем риска. В результате мы получаем картину, при которой новый эмитент — хороший, большой, — выходя, например, на размещение, не может быть включен в список высшего уровня. Он там окажется, но только месяца через три. При этом коллективный инвестор, которому на размещении — в рамках большой сделки, когда на рынок выплескивается большой free float, — стоило бы купить этого эмитента, эту бумагу купить не может. Потому что он может покупать только бумаги из котировального списка А первого уровня. В результате мы получаем тот самый разрыв, из-за которого российские эмитенты уходят на внешние рынки.

Мы проработали подходы к модернизации листинга, в том числе подход, при котором у нас образуется один список и внутри него премиум-листинг, либо — три списка. Эти подходы мы согласовали со всеми ключевыми комитетами. Я рассчитываю, что через какой-то промежуток времени это понимание может вылиться в нормативный акт о новой конфигурации листинга.

И последний из обозначенных — это вопрос тарифов. Очень долго и много обсуждался, в том числе в процессе сделки ММВБ-РТС, вопрос о том, каким

образом монополист будет подходить к тарифной политике.

Мы планируем поменять тарифную модель на всех рынках группы. Это изменение будет проходить в два этапа. Часть изменений пройдут с января следующего года, вторая часть изменений должна произойти в середине года.

Тарифные планы на всех биржах имеют широкую линейку, в то время как у нас практически за все годы существования тарифный план был один. Уже сложно вспомнить, с какого года этот тариф был установлен, и с ним ничего не происходило.

Мировые тенденции заключаются в стимулировании крупных сделок, в наличии широкой линейки тарифных планов, для того чтобы участник, соразмерно своему бизнесу, мог выбрать тот или иной подход. Тариф переключается на конечного участника в попытке стимулировать его активность, с тем, чтобы дальше участник попытался стимулировать конечного клиента.

Например, сегодня биржевые тарифы состоят из трех частей — биржевая, клиринговая и ИТС-составляющая (прим — плата, взимаемая ОАО ММВБ-РТС за оказание услуг, предусмотренных договорами о предоставлении интегрированного технологического сервиса). Сегодня они все оборотные. В нашем целевом состоянии мы хотели бы ИТС-тариф перевести в фиксированный, биржевой тариф оставить оборотным, и в настоящее время обсуждается, какую модель мы выберем для клиринговой части.

Возможно, тариф будет послелочным, возможно, частично оборотным, частично послелочным. В процессе сделки мы получили согласование от ФАС, в связи с этим все изменения тарифов должны утверждаться соответствующими профильными комитетами биржи, сформированными по принципу, когда не менее 75% членов этого комитета представляют более

50% объема торгового участника в том или ином сегменте.

На рынке акций модель тарифов уже утверждена. Появляются пять тарифных планов. Скидки от основного базисного пункта распространятся на 42 участников, операции которых в общей сложности составляют 92% объема торгов.

Момент второй. Со следующего года мы планируем ввести ребейты, то есть возврат части комиссии участника торгов по сделкам, если эти сделки заключены клиентами одного брокера. Размер скидки будет составлять 50% от клиринговой и торговой комиссии и возвращаться раз в месяц. Тариф предполагается ввести с января.

Следующий тариф, который мы планируем изменить с января на рынке акций, — это введение повышенного тарифа за айсберг-заявки, которые у нас появились в прошлом году. Мы получили несколько негативных тенденций, например, заявка объемом 100 тысяч рублей выставляется в виде айсберг-заявки или, например, вместо того чтобы использовать айсберг-заявки для реализации больших заявок, роботы начинают их использовать маленькими лотами. Соответственно, мировой тренд состоит в том, что айсберг-заявка — это дополнительный сервис, он тарифицируется отдельно, и тариф будет выше на 0,25% по сравнению с основным. То есть эти 0,25% добавляются к тарифному плану участника. Эффективная ставка по рынку акций с точки зрения тарифов снизится примерно на 14%.

Для рынка облигаций тарифная модель обсуждается. В основном режиме предполагается существенно снизить тариф за размещение с 1,5 базисных пунктов до 1,25 и снизить на размер НДС тариф КЭП в РПС — режимах переговорных сделок по облигациям. Также в рамках общего изменения тарифной модели предполагается на тарифы ИТС оставить достаточно маленькую долю, всего лишь 15%.



На рынке репо основной посыл — выстраивание более агрессивных тарифных планов. Дополнительно появятся тарифы по сделкам с центральным контрагентом, как T+2, так и на рынке репо. На рынке репо тарифы будут ниже, чем текущие, а на рынке акций и облигаций предполагается, что весь следующий года тариф будет такой же, как и в режимах T+0.

Пожалуй, все.

Олег Вьюгин. Мне интересно послушать оценки других коллег, но это все то, о чем много лет говорили. Наконец это все делается.

Роман Горюнов. Начну все-таки со слов благодарности НАУФОР. Я в очередной раз сюда с удовольствием приехал. Мне кажется, что по качеству и количеству участников это одно из лучших мероприятий в России на финансовом рынке, открытое и интересное. Самое интересное, что в Москве в последнее время подобного рода формат очень сложно собрать.

НП РТС в настоящее время не является конкурирующей биржей ММВБ. Роль НП — интеграция интересов профессиональных участников на российском финансовом рынке. Это 130 профучастников, как брокеры, так и глобальные банки, практически все ведущие участники российского финансового рынка. Наша деятельность направлена на поддержку проектов, которые улучшают бизнес профессиональных участников рынка, делают рынок более эффективным для них, стимулируют развитие клиентской базы, снижают издержки при работе на российском финансовом рынке. То есть мы будем заниматься поддержкой проектов по развитию рынка, помогать участникам рынка выживать в тяжелой ситуации.

У нас есть проекты, связанные с развитием биржевой индустрии, у нас есть инвестиции в Санкт-Петербургскую биржу, так же как и в Московскую

энергетическую биржу, обсуждаются и другие проекты.

Сейчас мы уже определились с несколькими направлениями, про которые я расскажу.

Но сначала не могу не прокомментировать часть нашей дискуссии в отношении мегарегулятора.

Реакция, которая возникла у рынка в первый момент времени, выражается вопросом «зачем?». Потому что реально ощущение такое, что у нас пожар, а мы затеяли переезд. Доля рынка падает, все размещаются в Лондоне, обсуждается тема закрытия накопительной пенсионной системы, падает количество клиентов. В этих условиях немножко странно обсуждать смену регулятора.

Нам-то хочется, чтоб стало лучше. И хочется услышать ответы, за счет чего станет лучше. Но дискуссия переходит в содержательную плоскость, и надеюсь, что в ближайшее время она продолжится и будут получены ответы. В рамках НП РТС сейчас есть совет финансового рынка, который является хорошей площадкой для этой дискуссии.

Безусловно, актуальна тема повышения роли СРО. Меня настораживают нотки, которые прозвучали на Открытом правительстве о создании одной мегаСРО. Это какое-то продолжение русских традиций: создать царь-пушку, царь-колокол. Не хотелось бы создать и царь-СРО, а потом думать, как она будет существовать и что делать.

Важно, чтобы качество не потерялось за формой. То, о чем говорил Константин Николаевич Корищенко — реальное привнесение дополнительного качества для рынка — вот его хотелось бы сохранить.

Что касается рисков, которые приносят участники рынка, то тут я абсолютно согласен с Константином Николаевичем, что нужно оценивать риски с точки зрения привнесения в

систему. Риски привносятся теми, кто осуществляет функции клиринга либо имеет рискованные позиции с отложенными сроками расчетов, то есть когда в момент совершения сделки не все обязательства исполняются. И с этой точки зрения участники, которые просто обеспечивают исполнение клиентских заявок, в систему риск не привносят.

На последнем совете директоров мы утвердили создание на базе РТС клирингового брокера, который в качестве клирингового члена на бирже будет обеспечивать клиринговый сервис для участников, не являющихся участником клиринга (сознательно или по регулятивным ограничениям). На мой взгляд, это существенно поможет компаниям, у которых не очень большой бизнес и которые не хотят привносить риски в систему.

Что касается проектов Московской биржи — я всех их горячо поддерживаю. Хотелось бы, чтобы они реализовались как можно быстрее.

Единственное, относительно T+2 у меня есть опасения: когда проект начинался, он был T+4, потом T+3, потом T+2. Исходя из некоторого опасения, которое есть у ряда акционеров биржи относительно закрытия T+0, боюсь, что в процессе реализации проекта он еще уменьшится и постепенно превратится в T+0.

Я-то считаю, что у России нет другого пути, кроме как перейти на T+n.

Олег Вьюгин. Главное, чтоб T-1 не получилось.

Роман Горюнов. А T-1 есть де-факто сейчас для участников. Поэтому даже T+0 в некоторой степени можно считать прогрессом. Поэтому пусть будет T+n, главное, чтоб не ноль. Но T+3 на данном этапе я бы считал более оптимальным, потому что все глобальные участники привыкли к T+3. Понятно, что они когда-то перейдут на T+2, но

бежать впереди паровоза означает для них усложнение процедуры адаптации к нашему рынку.

Более важной в этой связи является тема адаптации участников рынка во всех своих взаимоотношениях с клиентами, в построении модели бизнеса, основанной на T+n. Если участники не адаптируют свои бизнес-модели к этому формату, то биржа никогда не сможет перейти на T+n, потому что переход приведет к тому, что часть клиентов потеряет доступ на рынок.

И НП РТС видит свою роль, вместе с НАУФОР, именно в содействии участникам рынка в адаптации к режиму T+n. Мы готовы тесно сотрудничать с биржей и со всеми заинтересованными сторонами.

Что касается наших собственных проектов. Первый проект связан с введением в бизнес-модель российского рынка принципа best execution для клиентов. Брокеры переходят от модели, когда они являются провайдерами телеком-услуг для клиентов и прямым образом отправляют заявки на биржу, к модели, где клиенту предоставляется возможность, когда он выставляет ордер, получить лучшее исполнение из всех возможных пулов ликвидности, которые существуют на рынке, — как биржевых, так и внебиржевых. Клиенту транслируется единая ликвидность, единый стакан, в котором агрегируется вся ценовая информация от всех пулов ликвидности. И в момент, когда посылается ордер, происходит исполнение по лучшей цене.

Второе направление — это развитие товарного рынка. Одна из ключевых проблем нашего российского товарного рынка состоит в том, что те, кто работает с реальным товаром, не понимают, для чего им биржа, а те, кто работает на финансовом рынке, не понимают, что такое товарные контракты. Совмещение интересов этих двух категорий является для нас ключевым с точки зрения при-

нятия решения о тех продуктах, которые мы будем запускать.

Про клирингового брокера я уже рассказывал. Я считаю, что это очень важный инфраструктурный проект для российского рынка следующего года. Мы будем стараться его сделать в максимально короткие сроки и предложить рынку этот сервис.

И еще один момент. Одна из ключевых проблем российского рынка связана с нерастущей клиентской базой. И координация совместной работы имеет одну практическую цель — увеличить количество клиентов на российском рынке. Можно даже поставить себе какой-то KPI, сказать: давайте все вместе создадим программу, которая за два года увеличит количество инвесторов на рынке.

Мы уже собирались в формате обсуждения с наиболее крупными участниками рынка. Родились несколько интересных тем.

Например, в России никак не легализован институт частных управляющих, и это одна из больших проблем маркетинга развития рынка. Люди, которые этим занимаются, не могут легально продвигать свои услуги. Вернуться к этому диалогу является важным.

Олег Вьюгин. Спасибо. На самом деле у меня такое впечатление, что сейчас в стране в этой области происходит инфраструктурный рывок. Изменения в торговой инфраструктуре, которые происходят в последний год: центральный депозитарий, центральный контрагент, приведение системы сделок на основной классической бирже к общепринятой в мире. Константин Николаевич, а как вы оцениваете?

Константин Корищенко. Сразу скажу, что опасения относительного того, что мы придем к T+0 в ходе развития, достаточно законны и даже правильны. Если говорить о создании рынка, то есть два способа. Первый спо-

соб — сначала разрешить все, а потом пытаться каким-то образом собрать воедино. Второй способ — сначала ограничить очень сильно и потом потихонечку отпустить гаечки. Развитие инфраструктуры в России шло двумя путями. РТС шла по принципу полной свободы и потом некоторого ужесточения правил, а ММВБ — в противоположную сторону.

Где-то они пересеклись, об этом судить рынку.

Сегодня в разных вариантах звучит тезис, что нам надо создать привлекательный рынок, сделать его более цивилизованным, более интересным. В этой фразе отсутствует одно важное слово — «для кого». Подспудно или иногда явно звучит фраза — для иностранного инвестора. С моей точки зрения, это неправильный посыл в принципе. Неправильный по простой причине. Мы все еще находимся в состоянии рынка развивающегося и априори являемся проигравшей стороной в случае свободного соревнования и прямой конкуренции. Та же Бразилия, для того чтобы развить свой рынок, его не открыла, а закрыла, сделав специальные счета, через которые можно было зайти на этот рынок; потом все стало более свободно, но вопрос входа-выхода очень жестко регулировался. В Польше то же самое. Развитие рынка через инвестирование средств пенсионных систем в различного рода местные эмиссии помогло толкнуть рынок.

Попытка создать систему, привлекательную для иностранцев, с моей точки зрения, заслуживает очень подробного обсуждения.

Мне кажется, что основная политика — разумный протекционизм. Выравнивание полей, к сожалению, ведет к тяжелым последствиям.

Тема T+2 была крайне важной в период слияния РТС и ММВБ и была одним из аргументов. Сейчас наступает осмысление того, насколько все это помогает

внутреннему рынку. Вопрос остается открытым.

Роман Горюнов. На самом деле на протяжении многих лет я придерживаюсь в этом вопросе одной позиции. Рынок T+n в первую очередь нужен посредникам. Клиентам все равно, T плюс сколько торговать. Они хотят иметь несколько простых сервисов. Второе: они хотят принимать решение, которое не предпринято тем количеством активов, которое у них сейчас есть на бирже. Если рынок сегодня растет и интересно что-то купить, то клиенты хотят иметь возможность совершить сделку вне зависимости от того, есть у них сейчас деньги на бирже или нет. Проблема заключается в том, что предоставить этот сервис клиентам при T+0 или T-1, как есть сейчас, или T+n — это разная стоимость для брокеров.

Сервис при T+0 значительно дороже для брокеров, чем при T+n, и соответственно делает их бизнес менее привлекательным, а если они перекладывают транзакционные издержки на клиента, то это становится дорого уже для клиента. Это косвенно снижает привлекательность российского рынка для клиентов, стоимость транзакционных издержек при работе на рынке возрастает. И в этом недостаток нашего рынка и меньшая конкурентоспособность. Поэтому для меня нет вопроса, для кого этот рынок. Этот рынок нужен в первую очередь для посредников.

Анна Кузнецова. Роман уже отчасти ответил. Я бы просто предложила посмотреть на российскую клиентскую базу: кому из клиентов T+2 неудобен. Возьмем клиента-маржинальщика. Этот клиент достаточно квалифицирован, работает с плечом. Ему в принципе все равно, какой срок расчетов будет на бирже, потому что продать бумагу, которую сегодня купил, он в рамках T+2 тоже сможет. Для этого клиента появ-

ляются новые возможности: во-первых, плечо становится больше. Во-вторых, риски будут одинаково регулироваться центральным контрагентом. И для этого клиента появляется возможность реализации каких-то дополнительных стратегий за счет этих самых двух дней расчетов.

Естественно, будут клиенты — и физические лица, и маржинальщики, которым, может быть, это отчасти некомфортно. Роман уже сказал, что задача и биржи, и брокера — предоставить таким клиентам сервис, чтобы они не почувствовали для себя негативных последствий.

Если мы возьмем клиентов-роботов, которые достаточно активно работают и на российском, и на мировом рынках, и посмотрим на соотношение в общем объеме торгов, то российскому рынку можно расти по сравнению с другими биржами еще примерно в два раза. Для этих клиентов расчеты со сроком T+2 будут гораздо более удобны, чем со сроком T+0.

Если мы посмотрим на список бумаг, то сегодня, когда клиенты берут у брокера ценные бумаги, чтоб открывать короткие позиции, — общее количество бумаг ограничено бумагами всех клиентов этого брокера. В случае T+n таких ограничений не будет.

Что касается индустрии коллективных инвестиций, то, как правило, они не используют стратегии мгновенной продажи и многократного переключения из портфеля в портфель в течение одного дня. Соответственно, им, по большому счету, все равно, будет ли T+0 или T+2. Вопрос в регулировании, которое нужно поменять. И вопрос в том, что на этих двух днях расчетов и на размещении тех денег, которые не будет требовать биржа в качестве преддепонирования, эта индустрия также сможет заработать.

Да, наверное, найдутся клиенты, которым бумага нужна только в случае корпоративных действий, что случа-



ется нечасто. И найдутся клиенты, которым деньги нужны в моменте, и естественно, для участников правильно было бы предоставить им этот сервис. Но с другой стороны, если мы посмотрим сегодня на регламенты брокерского обслуживания, то можно увидеть, что если клиент подает поручение на вывод денег сегодня, то далеко не во всех случаях может вывести эти деньги сегодня. Соответственно, даже эта опция — возможность появления сервисов дополнительного зарабатывания денег.

Да, действительно, нерезидентам тяжело с нашим T+0, действительно, это мощный стимул, чтобы двигаться в на-

правлении T+n, но российскому клиенту этот проект тоже нужен. Единственная задача — реализовать все таким образом, чтобы мы в пути не потеряли то, что уже есть.

Андрей Басуев. Но зачем? Или уж если это неизбежно, то дайте, пожалуйста, нам время. Если новый режим нам интересен, то мы сами перейдем на него. Но пока что нам с нашими клиентами удобно работать как есть. Потому что возникает куча вопросов, которые нужно решить, а нас просто берут за шиворот и ведут в этот новый режим.

Сергей Золотарев. Сначала про T+n. Я в принципе сторонник прогрессивной формы и горячо поддерживаю Романа в этом вопросе. У меня остается единственный вопрос — «что он нам даст?» Есть ли сейчас критерии, по которым переход на технологию торговли T+2 будет считаться успешным или неуспешным? Сейчас декларируют, что мы приведем нерезидентов. Вдруг окажется, что ни один нерезидент не пришел и не стал торговать. Будет ли это поводом вернуться к T+0 или уже нету обратной дороги?

И второе соображение. Возвращаясь к мегарегулятору. Если одним из основных мотивов перехода всего регулирования в



Центробанк является лучший контроль рисков над теми, кто сочетает в себе все и вся, то не проще ли просто оставить банкам классическую деятельность и запретить им деятельность на финансовом рынке? И тогда не нужно будет бояться никаких рисков?

Анна Кузнецова. Хочется еще раз прокомментировать сроки. В результате обсуждения проекта, в том числе в рамках НАУФОР и НФА мы, по нашему мнению, достигли с индустрией консенсуса. Участникам нужно пять-шесть месяцев с момента, когда биржа будет готова. Сроки, которые я сегодня озвучила, именно таковы. Можно требовать и годы, но если мы не будем двигаться в этом направлении, то те тренды, которые мы фиксируем последние несколько лет, будут усугубляться.

Владимир Крекотень. Хороший вопрос прозвучал — для кого все это делается. Это делается, с одной стороны, для рынка, для профессионального сообщества, для брокеров. Но Анна сегодня говорила, что мы живем в сложной ситуации. Рынок услуг (не говорю про индекс) не растет, привлекать новых клиентов тяжело, «физиков» неоткуда взять. Соответственно, ты вынужден либо повышать комиссионную нагрузку на своего клиента, либо уходить с этого рынка. Поэтому все инициативы связаны с тем, что доходность брокерского бизнеса будет повышаться за счет ребейтов, за счет НДС (налоговых послаблений), за счет того, что появится ESN и так далее. В конечном итоге это улучшение притока на наш рынок частного инвестора. Потому что перекаldывание на инвестора нашей рентабельности приводит к тому, что мы сами губим своего частного клиента. В общем и целом тенденция такова, что высоким транзакционным издержкам брокеров очень тяжело конкурировать с высокими депозитными ставками банков.

Второй момент — пожелание ко всем собравшимся. Мы действительно забываем, что работаем для конечного клиента. И в этом смысле нам надо сосредоточиться на пиаре всего этого процесса. Все знают про АСВ, все знают, что вклады застрахованы. Можно бесконечно обсуждать, хватит ли капитала АСВ в случае системного кризиса. А частный инвестор опасается, что если он придет на рынок ценных бумаг, то здесь его кинут, обманут. Да, есть ценовые риски, которые не надо брать на систему, но есть риски неценовые — операционные риски мошенничества и так далее. И нам надо уметь громко заявить инвестору, что здесь он защищен не хуже, чем в банке при инвестировании в депозит.

Олег Вьюгин. Все-таки в инфраструктуре имеются серьезные сдвиги. Это очень хорошо. В части регулирования, к сожалению, пока ситуация не определилась, но мне кажется, что в этой ситуации нужно включать мозги, уходить от ведомственных интересов, не повторять той ошибки, когда в Минфин зачем-то перетасили полномочия ФСФР, застопорили все развитие. В результате уменьшили авторитет регулятора. А доверие и авторитет регулятора — это очень важная вещь. Вот его ронять нельзя. А пока, к сожалению, эти ошибки мы делаем. Спасибо всем участникам дискуссии. ■