

Ускользающий рынок

МАТЕРИАЛЫ ЕЖЕГОДНОЙ УРАЛЬСКОЙ КОНФЕРЕНЦИИ «РОССИЙСКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК». КРУГЛЫЙ СТОЛ «РАЗВИТИЕ ИНДУСТРИИ БРОКЕРОВ И УПРАВЛЯЮЩИХ»

Объемы российских торгов упали в два раза к прошлому году, они перетекают за рубеж — как в ADR, так и на валютном рынке. Роль единственной российской биржи становится исключительной.

Участники: Алексей Тимофеев (НАУФОР); Роман Горюнов (НП РТС); Михаил Сухобок («Открытие капитал»); Анна Кузнецова (Московская биржа); Игорь Марич (Московская биржа); Роман Лохов (БКС); Сергей Чернов («Витус»); Андрей Звездочкин («Атон»); Максим Малетин («Газпромбанк»); Сергей Золотарев («Октан-Брокер»); Андрей Басуев («Унисон капитал»); Наталия Плугарь («ВТБ Капитал Управление Активами»); Владимир Кречотень (БД «Открытие»); Александр Мецгер (ЗАО «Управляющая компания»); Константин Селянин (Уральский межрегиональный банк).

Алексей Тимофеев. Примерно с 2005 года НАУФОР следит за наиболее важными рыночными цифровыми показателями — они позволяют в целом судить о процессах, которые идут на фондовом рынке.

Цифры таковы. Капитализация рынка на середину года составляла около 778 млрд долларов.

Предположительно, доля десяти наиболее крупных эмитентов в общей капитализации вырастет к концу года до 62%. Доля десяти наиболее крупных эмитентов и доля компаний нефтегазовой отрасли — эти показатели раскрывают качество капитализации.

Ликвидность будет заметно ниже, чем в прошлом году, можно заметить тенденцию делистинга. На десять наиболее ликвидных эмитентов приходится 86% рынка. Бумаги Газпрома и Сбербанк занимают половину биржевой ликвидности.

На середину этого года 46% оборота «российских» компаний приходится на зарубежные рынки, и это без учета цифр SPO Сбербанка. Я думаю, что к концу года мы увидим более 50% оборота депозитарных расписок на зарубежных рынках.

Статистика также говорит, что в России нет первичного рынка. Таким образом, российский финансовый рынок не воспринимается как источник финансирования.



Мы отслеживаем не только размещения российских компаний по российскому законодательству и параллельные размещения, но также (поскольку это стало распространенной практикой) отслеживаем размещения наших компаний в виде иностранных холдингов на зарубежных рынках. Преимущества от таких размещений получают иностранная инфраструктура и иностранные инвесторы, хотя в качестве инвесторов зачастую выступают все-таки отечественные компании. Например, около трети эмиссии компании «Мать и дитя», (размещение состоялось в октябре 2012 года на Лондонской фондовой бирже, эмитентом являлась управляющая компания сетью клиник MD Medical Group Investments. — прим. ред.) было выкуплено Российским фондом прямых инвестиций (с российскими соинвесторами «Интеррос» и Russia Partners. — прим. ред.).

Это на самом деле неправильное поведение, когда российское государствен-

ное агентство предпочитает приобретать ценные бумаги по существу российского эмитента за рубежом, на иностранной бирже, используя российские активы. Можно вспомнить UC Rusal (один из «пионеров холдингового размещения», владеет активами компании «Российский алюминий» — лидера в области добычи в России алюминиевой руды и производству глинозема и алюминия, была зарегистрирована в 2007 году на о. Джерси для проведения IPO на Гонгконгской бирже. — Прим. ред.) который точно так же выкупался российскими инвесторами.

Рынок корпоративных облигаций растет, корпоративный долг в основном увеличивается за счет внешнего долга корпоративных облигаций. Объемные показатели в 2012 году, скорее всего, останутся на уровне прошлого года.

Сделки репо составляют 60% оборота. Это также не блестящий показатель качества рынка. Биржевой срочный рынок показывает рост, хотя и не такой значи-

тельный, как в предыдущем году. Однако развитие производных инструментов в отсутствие развития базовых — не всегда хорошо.

На середину года у нас 808 тысяч индивидуальных инвесторов, оперирующих на Московской бирже, при этом мы видим снижение количества активных инвесторов — которыми в данном случае мы считаем тех, кто совершает сделку хотя бы один раз в месяц.

Индустрия посредников, управляющих и депозитариев за три года, с тех пор как прошло повышение требований к капиталу, потеряла более 30% численного состава. Анализ структуры индустрии также показывает ее нездоровье. За рубежом количество брокеров, которые не хранят клиентские активы, очень велико, а доля кастодианов, которых они привлекают для хранения активов, невелика. У нас же депозитариями являются больше половины брокеров. Это говорит о том, что наши регулятивные



условия обесмысливают существование субброкеров, мелких брокеров, которые, как я уже сказал, за рубежом составляют основную часть участников рынка.

Доля крупнейших участников в биржевом обороте теперь (с учетом объединения компаний «Тройка Диалог» со Сбербанком) составляет 55%.

СЧА ПИФов растет, но в основном за счет закрытых ПИФов. Это — индустрия преимущественно закрытых ПИФов недвижимости (66–67%). Налоговый удар, который была нанесен по индустрии закрытых ПИФов, не привел к количественному уменьшению индустрии, не уменьшается численность и открытых ПИФов. А вот СЧА открытых ПИФов падает и составляет чуть более 3% ВВП.

Почему так актуальна дискуссия о сохранении накопительной части негосударственных пенсионных фондов? Потому что это реальные инвестиционные ресурсы. Накопительная часть НПФов с 2008 года удваивается ежегодно. Это ценнейший актив, который, к сожалению, пока так и не выпущен на фондовый рынок и не выполняет своего предназначения формировать долгосрочные инвестиции. Главным образом, по регулятивным и конструктивным причинам.

В этой индустрии тем не менее наблюдается положительная динамика: доля пяти крупнейших НПФ сокращается — с 65 до 61% за полгода. Сосредоточение активов накопительной части в индустрии НПФ стало приносить качественные изменения — эта индустрия развивается, в ней возникает конкуренция. Цифры этого полугодия показывают, что конкуренция начинает работать, население чаще голосует за негосударственные пенсионные фонды, не входящие в пятерку фондов, тесно связанных с государственными корпорациями.

Роль и место России на глобальном рынке ухудшается. Страна потеряла 2,5% капитализации за полгода, в мировой капитализации Россия практически незаметна — ее доля составляет 1,6%. На Россию приходится 0,8% глобального

объема торговли акциями. Лидером здесь является США, на второе место в рейтинге заслуженно выходит Китай с 10%.

В общем объеме рынка долговых ценных бумаг России принадлежит 0,2%, индивидуальные инвесторы составляют около 0,7% населения России против 7% в Китае.

ПИФы — второй (после НПФ) институт, который должен выполнить роль долгосрочного инвестора, стабилизировать российский фондовый рынок в условиях турбулентности. По объему средств в открытых ПИФах у России 0,01% в мировом рынке, и пока мы не видим, к нашему сожалению, развития этой индустрии. Пенсионные резервы НПФ составляют 0,08% совокупных резервов мира.

Роман Горюнов. В Польше всего в два раза больший размер фондов обеспечивает 30% инвестиционного спроса на местных IPO. Это означает, что если бы наши российские НПФ могли бы инвестировать так же, как польские, не имели бы тех ограничений, которые они сейчас имеют, то они минимум половину польского спроса могли бы обеспечить уже сейчас. Все успехи IPO Польши обеспечиваются прежде всего наличием там инвесторов в виде пенсионных фондов.

Алексей Тимофеев. Если быть справедливыми, то Варшава является лидером по количеству IPO в Европе, по объему — лидер Лондон. На альтернативном рынке в Варшаве за полгода прошло 49 IPO, в рамках которых компании привлекли всего 13 долларов. Это не парадокс, когда небольшие компании выбирают IPO вместо банковского кредитования, хорошая процедура и инвестиционная база должны им давать им возможность такого выбора.

Экспансия Варшавской биржи за рубеж также очень убедительна: по состоянию на конец прошлого года на ней обращались 44 бумаги иностранных эмитентов. 11 их них — украинские. Мы сейчас говорим о конкуренции с

Варшавой, но в нашей стране в первом полугодии вообще не было IPO — борьбу за эмитентов мы проиграли.

Михаил Сухобок. По результатам первой половины этого года все же есть позитивный настрой.

Среднедневной оборот Московской биржи составляет порядка 800–1000 млн долларов в день. Если сравнить его с оборотом, например, акций Apple (среднедневной оборот составляет 7,5 млрд), то мы, конечно, поймем разницу в масштабе индустрии). Но есть растущий рынок деривативов и недавно появившийся рынок СЭЛТ, куда теперь допущены брокеры. Появился денежный рынок, появляется репо с центральным контрагентом — все это мне это кажется очень позитивной историей.

Изменение тарифной модели биржи — это тоже прекрасно. Это полностью соответствует мировому тренду, который мы наблюдаем. Мы недавно делали специальный research по биржам NYSE и NASDAQ — до половины их комиссионной оборотной выручки уходит обратно в виде рибейтов. Мне кажется, это мощный позитивный стимул развития брокерской индустрии.

Налоговые инициативы делаются НАУФОР, мощнейшим лоббистом, и с каждым годом эта мощь растет. Тема льгот по трем годам, тема с НДС — дают веру в будущее.

Я с очень большой надеждой смотрю и на этот год, и на следующий.

Анна Кузнецова. Озвученные Алексеем Тимофеевым цифры действительно ставят перед нами ряд вопросов, которые обсуждаются не первый год. Мы все находимся в ситуации тяжелого рынка, но сейчас я тоже хотела бы отметить несколько позитивных вещей.

Например, в этом году у нас произошел перевод вторичного рынка ОФЗ на фондовую биржу. С одной стороны, это техническая вещь, но если участники не звонили, то значит, перевод прошел

хорошо. Потому что с нашей стороны процесс был не очень прост. Но в результате мы получили много новых преимуществ. Изменилась система депозитарного учета. Не надо открывать в НРД специальный счет, чтобы приобрести ОФЗ — можно работать по уже существующим счетам. Мы получили прирост участников примерно на 20%. И отчасти благодаря этому на рынке облигаций тарифы снижены на 9%.

Мы не увидели большого объема торгов на вторичном рынке, но увидели большой объем операций репо с ОФЗ.

Уход эмитентов с биржи — да, этот тренд есть, и он был и в другие годы. Мне кажется, этот тренд отражает ситуацию в экономике. Во-первых, бизнес консолидируется. Мы видим сделки по приобретению тех или иных компаний внутри страны, наши компании приобретаются иностранными компаниями. В процессе таких сделок все холдинги предпочитают, чтобы публичной была одна компания. Многие компании переходят на единую акцию. Этот тренд в этом году проявляет себя ярко.

Видим и второй тренд. По итогам 2008 года была волна дефолтов, и весь 2009 год был посвящен выработке антидефолтных мер на рынке облигаций. А в 2010 году мы увидели другой тренд — появление большого количества компаний-пустышек как в качестве участников торгов, так и в качестве эмитентов. С этими компаниями мы тоже достаточно долго работали совместно с регулятором, и в этом году мы без объяснения прекратим торги 21 или 22 бумагами. Да, мы потеряем позиции в списке бумаг, но с другой стороны, наш рынок в этой части приобретет лучшее качество.

Процедуры ухода эмитентов с биржи в этом году были отработаны. В случае если эмитент принимает решение уйти с публичного рынка, то вопрос выносится на комитет по фондовому рынку, причем у нас были разные дебаты. Некоторые выходили по три раза, некоторые просились на очное заседание, отпускали не всех. Если эмитент дает бирже рекомендацию





снять его бумаги с торгов, то после принятия биржей решения само прекращение торгов состоится через три месяца. Мы пытаемся быть в этом вопросе максимально прозрачными и раскрыли все решения комитета по фондовому рынку на этот счет на нашем сайте. В том числе об эмитентах, которым было отказано.

Были победы и на рынке облигаций. С этого года изменилось законодательство, и мы перешли на безприостановочные торги по рынку облигаций. Что это дало? По итогам года 80 эмитентов, не считая ОФЗ, не приостанавливали торги под выплату купонов. Некоторые эмитенты даже дважды успели выплатить купоны без приостановки. В общем объеме это всего 0,3%, но в количестве торговых дней для одной облигации — это 437 торговых дней.

До конца этого года мы планируем научиться торговать биржевыми облигациями в день размещения. Индустрии коллективных инвестиций в этой ситуации будет гораздо проще работать с биржевыми облигациями.

В этом году мы также смогли реализовать технологию размещения субординированных облигаций.

Наверное, это маленькие победы, но все-таки это победы.

Сужение фондового рынка, и прежде всего рынка акции, — это не только российская тенденция, это общемировая тенденция. Если мы посмотрим на данные Всемирной федерации бирж, то в среднем по итогам этого года по отношению к прошлому рынок сократился на 30%. Мы находимся в тренде.

Игорь Марич. Если бы в презентации были слайды, посвященные валютному рынку, то картинка была бы противоположной. Валютный рынок в этом году вырос примерно на 40%, и были абсолютные рекорды по объемам — до 22 млрд долларов в день, с учетом валютных свопов. Средний объем сейчас — где-то больше 17 млрд долларов в день.



В первую очередь это были пришедшие клиентские объемы, поскольку на валютном рынке была реализована брокерская модель. Система клиринга была поправлена, и сейчас это технологически полноценный рынок, на котором можно обслуживать клиентов. Практически все ведущие брокерские компании предлагают услуги клиентского доступа на этот рынок, спот составляет порядка 10 млрд долларов без свопов, порядка 20% в нем — клиентский объем. Клиентов порядка 2500, это не так много по сравнению с фондовым и срочным рынком, но это достаточно прилично по сравнению с нулем, который имел место в начале года.

Я считаю, что тема следующего года — это развитие брокерского бизнеса на валютном рынке. С 10 декабря 2012 года на валютных торгах можно работать профучастникам без банковской лицензии — по лицензии брокера, дилера или доверительного управляющего. Это принципиальное изменение, правда, предполагающие определенные требования, в том числе, и по капиталу. В данный момент это 180 млн рублей.

Произошла революция. Если раньше валютный рынок был по большей части межбанковским, то теперь можно будет сделать брокерский бизнес на валюте операционно более эффективным.

По сути, это означает, что брокер сможет ставить валюту уже в свою линейку продуктов, наравне с продуктами, которые уже давно существуют на фондовом и срочном рынке.

Вторая тема, о которой хотел бы сказать, — это репо с центральным контрагентом. Это важная тема с точки зрения ликвидности, это доступ к валютным свопам. Сейчас валютные свопы — второй по объему (после сделок репо) инструмент управления ликвидностью, его объемы составляют порядка 7 млрд долларов в день.

Возвращаясь к теме репо с центральным контрагентом, мы планируем, что этот сегмент полноценно заработает, в рамках тех же технологий, которые сейчас существуют

для двухстороннего репо на основном рынке. Для участников не будет ограничений с точки зрения доступа, кроме имущественного — нужно будет внести порядка 2 млн рублей в создаваемый фонд. Этот фонд будет единым и для репо с центральным контрагентом, и для рынка T+, это будет новый коллективный фонд, наряду с теми фондами, которые уже существуют на валютном и срочном рынке, поскольку клиринг по рынкам различный.

Репо с центральным контрагентом — это тема получения брокером ликвидности, по сути, наравне с банками. Возможности делать репо через центрального контрагента (которым является НКЦ с банковской лицензией) — это не только возможность для брокеров брать деньги, но и возможность для ЦБ использовать этот механизм для предоставления ликвидности. Кроме всего прочего, эти же технологии будут использоваться для T+, поэтому даже если не планируется использовать репо с ЦК, то, с учетом дальнейшего перехода на T+ надо будет внимательно на этот механизм посмотреть.

Мы обновляем всю информацию на сайте, призываю всех туда заглянуть.

Все эти нововведения важны для развития инфраструктуры, но также и для расширения бизнеса брокеров.

Роман Лохов. У меня взгляд не настолько оптимистический. Умиряющему человеку можно сколько угодно говорить, что он прекрасно выглядит, но есть объективные факторы. Объемы торгов падают — упали в два раза к прошлому году. Идет выход объемов за рубеж. Мы это совершенно четко видим как в ADR против локальных акций, так и на валютном рынке. Мы получили СЭЛТ, и растут объемы валютного рынка — все это здорово, но ведь все эти объемы делаются практически пятью участниками. Важно понимать, что это пока не является здоровым диверсифицированным рынком.

В связи с этим есть несколько пунктов, которые особенно беспокоят. Самое страшное, что с выходом

всех оборотов за рубеж наши брокеры теряют конкурентоспособность. Конкуренция в Лондоне гораздо сильнее, там другие технологии, глобальный кавендидж и так далее. В связи с этим обороты инвесторов, которые нужны нам, все больше и больше остаются там.

Надо детально продумывать последовательность шагов. С западными брокерами могут конкурировать пять-восемь наших игроков. А с вводом T+2 эта конкуренция ослабляется еще больше, потому что на рынок выходят иностранцы, которые точно так же имеют позиции в Лондоне, так что конкурировать будет еще сложнее.

У меня вызывает беспокойство то обстоятельство, что наши игроки к T+2 не готовы. Нужно какое-то время, год или два — на адаптацию. А до этого должны быть сделаны другие очень важные шаги, которые позволят конкурировать рынку в целом. В числе этих шагов — создание клиринговых брокеров.

У Алексея [Тимофеева] был очень интересный слайд, который показывал, что пропорция кастодиальных и некастодиальных брокеров в России нездоровая. Но это же тоже основывается на процедуре преддепонирования. Как только оно исчезает, возникает возможность для execution only брокеров. У нас в связи с преддепонированием депозитарная лицензия — это обязательная вещь. Клиринговый или кастодиальный бизнес сейчас в чистом виде сделать сложно.

Еще одно беспокойство вызывает биржевая стратегия по технологиям. У многих игроков нет четкого понимания — куда биржа идет и что с рынком будет через год или два. Мы видим много проектов и много продуктов, а четкого плана реализации нет.

Сергей Чернов. Как говорится в анекдоте, с таким настроением слона не прогнать. Если мы здесь настолько не заряжены оптимизмом, то почему клиенты должны смотреть на рынок с большими ожиданиями? Кроме нас, рынок никто не сделает.





Особенность небольших региональных компаний в том, что они стараются быть максимально честными с клиентами. Не продавать обман, а доносить до клиента информацию о том, что происходит на рынке, потому что мы находимся с клиентом в одном городе, в одной среде обитания. Филиалы столичных компаний, как правило, нацелены только на продажу. Если ты сам находишься не в месте продажи, то интересы смещаются, потому что ты не видишь глаза клиента, главным становится план продаж.

Андрей Звездочкин. У нас есть проблема: большое количество грамотных специалистов в последние годы покинуло индустрию, на смену им мало кто пришел. Качество талантов, которые индустрию сейчас развивают, во многом определяет успешность нашего рынка. Это вопрос для нас всех — каким образом мы планируем привлекать на рынок грамотных людей.

Сложилась не очень хорошая ситуация с тарифами — тарифы низкие, объемы падают, а с вопросом, как привлекать талантливых людей, напрямую связан вопрос, сколько мы зарабатываем. Мне кажется, нужно более взвешенно подходить к тарифной политике.

Еще одна тема, которая год назад здесь обсуждалась, и пока позитивных изменений не видно, — это форекс. Интернет по-прежнему пестрит рекламой такого заработка. Год назад здесь же, в Екатеринбурге, водитель такси мне с интересом рассказывал, как собирается отдать в доверительное управление на форексе свои деньги. Мы теряем большое количество потенциальных клиентов после того, как люди теряют свои деньги на подобного рода «услугах».

Максим Малетин. Я был свидетелем того, как водитель такси за рулем пытался через Сбербанк онлайн заплатить

своему форексному брокеру, потому что позиция закрывалась. Я согласен, тема форекса достаточно серьезна, но, к сожалению, мало что предпринято. В Москве была финансовая выставка, где и мы участвовали — и клиенты приходили туда с вопросом: «нет ли у вас форекса»? Это не очень хорошая тенденция, и тут мы без регулятора одними разъяснениями не справимся. Потому что на форексе людям продают «успех», а из брокеров никто клиенту успех гарантировать не может.

Обороты падают, рынок снижается, а ведь клиент в первую очередь приходит на рынок заработать денег. Много лет в стране все было хорошо — купил, подождал, зафиксировал прибыль. При текущей волатильности так торговать трудно. Лично я очень люблю институциональных инвесторов, которые умеют торговать, брокер им только предоставляет инфраструктуру и сервис, а дальше они сами справляются. Но если не ждать западных инвесторов, а говорить про нашего российского инвестора, — то вот у нас много региональных клиентов. И все они хотят денег заработать. Всем нужны идеи. Для них последний вопрос — какой формат расчетов, и какая инфраструктура, и даже какая будет комиссия. Им все равно, если они будут зарабатывать. Это очень важно. Клиенту надо давать идеи.

С другой стороны, идеи сейчас давать крайне сложно, весь мировой рынок падает. Технологиями и новыми расчетами мы рынок сейчас не увеличим. Никто на это со стороны не придет и денег не принесет. Мы для западных инвесторов далеко не первый рынок.

Михаил Сухобок. Я бы хотел пару слов сказать про форекс: нововведения, которые произошли в этом году, дают возможность использовать текущие инструменты, в том числе, для предоставления цивилизованного рынка форекс в продуктовой линейке брокеров.



Мы в компании «Открытие Капитал» уже внедрили дисконтную модель по управлению риском, даем единое обеспечение по валюте и акциям, так что инвесторы, имеющие акции, могут торговать на СЭЛТе валютными инструментами. Мне кажется, такие комбинации очень эффективны.

Я думаю, с окончанием дискуссии по мегарегулятору регулятор активнее подключится к законодательным новациям, о которых, в частности, говорит НАУФОР.

Как привлекать в индустрию таланты, и хватит ли у индустрии денег достойно им платить — такая тема есть. В идею договориться и всем поднять тарифы я не верю, этому диалогу уже лет 12. Сегодня то самое время, когда в индустрии жесточайшая конкуренция, это означает, что колоссальное значение приобретает управление издержками.

Сергей Золотарев. В последние годы мы обсуждали действия регулятора в негативном аспекте, сейчас это отошло на второй план, потому что многие уже ушли с рынка. Многие свыклились с действиями регулятора и его непредсказуемостью.

Сейчас политика государства в области регулирования рынка фактически отходит на второй план. Биржа теперь одна, конкурента у нее в России нет, причем все рынки находятся на одной бирже. Замечательно, что появляется валютный рынок, что открывается рынок ОФЗ, но биржа начинает проводить свою политику по доступу различных участников на разные рынки. Это сказывается и на действиях брокеров за пределами топ-20 участников. Чтобы прогнозировать хоть как-то свою судьбу на относительно долгосрочную перспективу, очень хотелось бы большей открытости в этом процессе. А еще лучше, чтобы у биржи была какая-то внятная долгосрочная стратегия по принципам доступа участников.

Что в результате хочет получить биржа — двух-трех клиринговых брокеров, к которым все прочие подключатся? или пятьдесят участников? или она будет ограничивать участников не по числу, а по капиталу? или по каким-то технологическим требованиям? Вот понимания этих вещей и моей компании, и другим, которые колеблются где-то в районе «топ-50», очень не хватает. Сейчас я понимаю, что на валютный рынок не попаду, и узнал я об этом чисто случайно.

Сейчас я слышу от Игоря Марича по поводу требуемого биржей капитала цифру 2 млн, а ранее слышал цифру 12 млн. Какая из них утверждена, как об этом узнать?

Игорь Марич. Одно из средств нашей коммуникации — это сайт. У Московской биржи есть специальный сайт, где есть вся информация по новым продуктам. И 2, и 12 млн рублей — обе цифры имеют место быть, потому что, как я говорил, появляется фонд, единый для репо с ЦК и для Т+.

Объем взноса в фонд — это производная от общего объема бизнеса и объема рисков в этом сегменте, которые он покрывает. 2 млн — это на период запуска репо с ЦК, это наша оценка того, каким будет рынок на первом этапе, какой объем рисков мы на себя примем, становясь центральным контрагентом.

По мере развития рынка и после запуска Т+, когда появятся новые риски, в фонд надо будет денег довести. По нашим оценкам, до 12 млн рублей.

Анна Кузнецова. Но эта цифра еще не утверждена. 2 млн рублей утверждено, 12 млн — еще нет.

Сергей Золотарев. Но вы же понимаете, что нам надо заранее это планировать.

Игорь Марич. Призыв услышан, но вы же не обязаны сразу подключаться. Это ваши дополнительные возможности.





Сергей Золотарев. Я говорю не о конкретных решениях, а в целом: если органами биржи обсуждается какая-то более долгосрочная стратегия по доступу участников, по требованиям к участникам, то хотелось бы, чтобы это доносилось до участников рынка.

Алексей Тимофеев. Хочу подчеркнуть, что наша позиция — дать рынку 6–12 месяцев. Мы говорили о том, что 6 месяцев — это минимум, который нужен для внутренней реорганизации, для изменения программных средств. Сейчас я склонен думать, что год — это минимальный срок для адаптации брокерского сообщества к новой услуге.

Нужно не превратиться в государственный орган, потому что низкая степень восприимчивости к потребителям до сих пор была характерна только регулятору. Сейчас роль биржи возросла многократно. Многократно выросла и цена ошибки этой биржи как монополиста. Биржа все-таки рыночная структура, и мы ждем от вас рыночного поведения и большего взаимодействия и понимания интересов ваших потребителей.

Анна Кузнецова. Ваше пожелание я услышала и была бы рада, если все спикеры сегодня высказывались также в отношении тех форм коммуникаций, которые в отношении с биржей были бы наиболее эффективными. Мы попробовали все. Есть Комитет, есть биржевой совет и совет директоров, а также сайт, конференция, рассылки ЭДО — по моему, вся эта информация просто где-то в бэк-офисах складывается.

Алексей Тимофеев. Есть бездна экспертных и общественных советов, где нас слушают, но не слышат. Биржа должна избежать этого риска. Согласиться с мнением рынка — это не оскорбительно. Но, к сожалению, в реакции государственных органов мы

подобное часто встречаем — будто это оскорбительно и снижает достоинство регулятора. Мне кажется, все точно наоборот. Отозваться на рынок, согласиться с рынком — это только придает достоинства решениям. В противном случае, сколько бы ни было этих биржевых советов, это будет неэффективно.

Андрей Басуев. Я продолжу линию оппонирования. Если вы сделаете свой продукт T+n и продадите его, а обороты не увеличатся, то кто будет виноват? Создание инфраструктуры — это очень хорошо, но в данной ситуации — с каким продуктом я приду к своему клиенту, инвестору? Я скажу клиенту, что на бирже теперь расчеты в формате T+n. Клиент ответит: «ну и что, а что мне это даст в реальности»? Вы можете меня обвинить в том, что я представитель региональной компании и работаю с мелкими клиентами.

Несколько лет назад мы были свидетелями того, как НАУФОР, возглавляемая еще другим руководителем, поддержала идею ухода от льготы трех лет (отмена налога на доход после владения ценной бумагой более трех лет. — *Прим. ред.*). Тогда мы выступали против, но сейчас одумались и хотим вернуть эту льготу.

Я уверен, что спекулянты на рынке будут, если будут инвесторы.. Сейчас прийти к потенциальному клиенту и предложить ему продукты, конкурентные по сравнению с банковскими, невозможно. Наши консервативные продукты все равно проигрывают банковским. К инвестору нужно идти с конкретными предложениями, а предложения тормозятся. Я имею в виду льготу по трем годам, вопрос о создании инвестиционных пенсионных счетов — это тоже очень актуальная для нас тема, потому что это создание долгосрочных инвесторов.

Создание внутреннего долгосрочного инвестора я бы назвал более приоритет-

ным, чем решение вопроса инфраструктуры.

Наталья Плугарь. Хочу высказаться как член биржевого совета, при этом единственный, который никакого отношения к участникам биржи не имеет, поскольку я представитель управляющей компании, и мы — клиенты брокера. То есть на нашей компании напрямую изменения работы биржи не сказываются. Но я юрист, притом очень вьедливый, и внимательно читаю те документы, которые биржевому совету предлагается принять.

Ни за один из них не проголосовала. И меня удивляет оппозиция участников биржи: а вы вообще читаете правила, документы, которые подписываете, когда выходите на биржу? Думаю, что нет. Объясню, почему я не голосовала «за». После объединения биржа должна быть «святее папы римского». Правила доступа, листинга — это договоры, к которым присоединяются все участники.

Очень странным образом во всех документах прописан такой порядок раскрытия информации: «раскрывается в такой-то срок, если иное не установлено биржей». И такая оговорка везде, где берутся какие-то обязательства по раскрытию информации. Или фигурирует фраза «представительство в Интернете». Мне кажется, участникам не хватает правового обеспечения, чтобы они могли бороться с установками биржи.

На сайте биржи очень много запутанного. Есть документы 2004, 2005 годов — не знаю, работают ли они. Самим участникам рынка для того, чтобы нормально организовать работу, надо более строго относиться к этому. Если мы говорим о правилах доступа участников к торгам, то, чтобы прекратить ваш доступ, бирже вообще ничего не надо делать, потому что в ее документах есть фраза о «нарушении законодательства». То есть, если юридическое лицо (любое) будет оштрафовано

на 100 рублей за нарушения правил противопожарной безопасности, то оно может быть лишено возможности доступа к торгам. А для брокера это значит, что он просто лишится своего бизнеса.

Обратите на это внимание, потому что я как член биржевого совета даже не могу с этим бороться — меня не слышат или считают, что это моя причуда — читать документ подробно.

Но это очень важно, потому что биржа у нас одна, нет возможности уйти на другую биржу, если мы не согласились с условиями. У участников должны быть равные правовые отношения с биржей, а их нет. Отсюда и начинается — а где информация, а как она доведена, а кто что знает и так далее.

Кстати, доступ к торгам можно прекратить единолично решением генерального директора, это записано в его полномочиях. Находиться в таких подвешенных отношениях, не получать вовремя информацию, не понимать, как этого доступа можно лишиться — наверное, это неправильно.

Часть претензий мы конечно, уже убрали, работа ведется, но мне хочется обратить внимание участников торгов на это. Меня это волнует.

Никаких стратегий мы не разрабатываем и очень малую часть из них нам дают смотреть.

Анна Кузнецова. За время работы и на бирже РТС, и на бирже ММВБ я помню лишь два момента, когда участники читали правила: один был в сентябре-октябре 2008 года (кризис на российском фондовом рынке. — прим. ред.), и второй — в период объединения бирж.

Действующие правила допуска, о чем говорила Наталья Плугарь, работают как минимум с 2004 года. Возможно, они несовершенно, ряд ее замечаний мы учли, ряд будет учтен, а по некоторым у наших юристов тоже есть своя точка зрения, так что впереди у нас еще долгая дискуссия.



Я буду всем очень признательна, если вы дадите замечания по проекту Т+. Правила листинга были разосланы более чем 100 респондентам, но за две недели ни одного замечания не получено.

Алексей Тимофеев. Думаю то, что мы сейчас обсуждаем — это тупик, мы втягиваемся в дискуссию о запятых в документах. Действительно, если биржа одна, то значение ее запятых возрастает. Если есть конкуренция, можно о запятых не беспокоиться, поскольку они сразу становятся на свое место.

Владимир Кречотень. Мы вскользь упомянули, что всем мешает форекс. Пару недель назад на сайтах в Интернете появилась реклама «честный форекс Альфа-банка».

Вторая тема — мы говорим, что нет инвесторов, на рынке в основном спекулянты. Но наш рынок — это рынок предложений, а не рынок спроса, как форекс или как банковские депозиты. Глубина «проникновения бренда» в массы в этих случаях гораздо больше, чем вообще на правильном фондовом рынке. И с этим надо бороться.

Есть, к сожалению, несколько негативных тенденций. Первое — что профессиональных кадров, которые могли бы идти к инвестору с грамотными предложениями, — мало. Я согласен с выступавшими здесь представителями региональных компаний — врать клиенту не надо. Наш бизнес комиссионный, и приносит доход только тогда, когда отношения с клиентами долгосрочные.

За 8 месяцев (таков средний срок жизни клиента в некоторых компаниях) ты ничего на клиенте не заработаешь, если будешь его только обманывать. А чтобы клиента не обманывать, нужны профессиональные специалисты на месте, в каждом городе. Но их нет. Те, кто продавал брокерские

продукты четыре-пять лет назад, выросли, они уже не хотят «ходить в поля» и заниматься продажами. А молодежи нет.

Раньше была «Тройка Диалог», «Ренессанс», «Сити-банк» — компании, которые готовили рыночных специалистов в большом количестве. Сейчас массового специалиста на рынке нет. Мы столкнулись с нехваткой кадров, с конкуренцией за сотрудников.

Вторая проблема — не растет индекс. Такой рынок, к сожалению. В свое время мы считали корреляцию между волатильностью, ростом рынка и притоком на него клиентов. Если рынок будет расти, то брокеры получат хороший прирост клиентской базы, даже ничего не делая. А когда было резкое движение в ценах, то все СМИ очень активно обсуждали движения котировок. В такие моменты рынок превращался в рынок спроса. В такие моменты достаточно дать в местной газете маленькое объявление: «продаем или покупаем акции Газпрома» — и в офисе толпа. Не надо рассказывать про долгосрочное инвестирование. Люди приходят не спекулировать, они приходят купить бумаги и положить их на несколько лет.

У нас нет продуктов для массовых сегментов. У нас условно 62 тысячи «спекулянтов», а мы хотим 5 млн инвесторов. Мы посчитали, что в городах нашего присутствия 3,5 млн человек со средним доходом от 25 000 рублей в месяц имеют на счетах в банковской системе примерно 3,5 трлн рублей. Это огромные деньги. Но они не приходят в наши продукты. Это те самые средства, которые могли бы прийти на инвестиционные пенсионные счета. К сожалению, нет этого продукта.

Все мы ждем профессиональных клиентов, а их все меньше, потому что они вымываются. Если не делать инфраструктурные проекты, которые мы обсуждали, то этот процесс бу-

дет усиливаться. Те усилия, которые предпринимаются, чтобы повысить маржинальность брокерского бизнеса, сняв нагрузку с клиента — это все правильно. Это позволит нам лишние два года продержаться клиента на плаву, позволить ему зарабатывать. Мы считали, что при нагрузке 12% от актива клиента в год, клиент «умирает» (прекращает торговую активность или выводит деньги) через шесть месяцев. Если снизить эту планку до 4,5%, то он будет оставаться с брокером 3–3,5 года. За это время он принесет дохода больше, чем за полгода с 12% доходностью.

Поддержу Михаила Сухобока. 12 лет мы слышим разговоры о том, что надо регулировать комиссии и не демпинговать, при этом все продолжают демпинговать. На самом деле дело не в демпинге — ценовой конкуренции в нашем сегменте уже нет. Надо уходить в конкуренцию сервисную — консультации, рекомендации, честность. Это в целом поможет рынку и продлит жизнь профессиональных клиентов, привлечет долгосрочных инвесторов.

Александр Мецгер. Возможно, я буду выглядеть чересчур провинциальным, но проблемы комиссии, расчетов Т+ — для меня не столь актуальны. Я работаю на локальном рынке. Мы со своей командой придумали продукт — паевой инвестиционный фонд, через который можно построить здание школы, привлечь хороших преподавателей. Кому такие фонды нужны — понятно: это родители, которые хотят, чтобы их ребенок в этой школе учился. Это продукт, в котором реальные деньги входят в реальный, социально значимый проект.

Но есть нюанс — в соответствии с законодательством о ПИФах в этот фонд можно привлекать только квалифицированных инвесторов и нельзя привлечь всех желающих родителей, потому что не каждого из них я смогу

сделать квалифицированным. С ФСФР России мы вроде договорились внести исправление в определение категории квалифицированных инвесторов.

Возвращаясь к мегарегулятору: а куда я теперь пойду с этой проблемой, когда не будет ФСФР?

Алексей Тимофеев. Я добавлю: состав активов ПИФов сейчас находится в юрисдикции ФСФР, а структура активов — в юрисдикции Минфина. Приказ, который это регулирует, — единый. Вот и попробуйте уже сейчас принять изменения в документ.

Роман Лохов. Мы говорим о том, во-первых, что политика биржи непонятна на протяжении последних трех-четырех лет. Нет модели: какой биржей мы хотим быть — Лондонской, американской, клиринговой? Модель рынка не ясна. А пока она не ясна, можно коммуницировать хоть по мейлу, хоть письмами, результат один.

Надо решать глобальные вопросы. А глобальный вопрос — это долгосрочные деньги, как внутренние, так и внешние, как институциональные, так и ритейловые. Есть же глобальные вещи: пенсионные счета, западные фонды, которые должны сюда успешно заходить. Все остальное — второстепенно. И это видно по дискуссии, мы уходим в частности.

T+2 или T+n — да какая разница?

Две основные вещи вот такие: во-первых, непонятно, куда мы идем; во-вторых, не решается базовая проблема расширения рынка — а) долгосрочными деньгами, б) спектром продуктов. Вот что надо решать, а уж только после этого наворачивать какие-то специфические детали функции.

Константин Селянин. Что касается ритейловой индустрии, то, на мой взгляд, ситуация более чем печальна: за последние два-три года эта часть очень сильно деградировала. Что сегодня видит наш обычный целевой

потребитель — ритейловый клиент? Массу предложений различных микрофинансовых организаций, которые с ходу обещают 26-34% годовых, причем гарантированно. А мы им рассказываем про ПИФы и другие инструменты, которые, может, принесут доходность, а может, и нет.

Считаю, что сегодня, «благодаря» закону о микрофинансовых организациях, сделан очень серьезный шаг назад. У меня ощущение, что мы оказались во времена начала-середины 90-х, когда действовали МММ и «Хопры». Сегодня мы сталкиваемся с совершенно другими конкурентами, и очень сложно объяснить клиенту, чем наше предложение лучше, чем гарантированная высокая доходность, которую обещают МФО.

Должного контроля за деятельностью этих микрофинансовых организаций (большая часть из которых, на мой взгляд, недобросовестна) нет — такого, как за инвестиционными компаниями и банками. Это реальный вызов, это то, что видят люди, выбирая то или иное финансовое предложение.

Роман Горюнов. Если бы ЦБ РФ послушал то, что сейчас здесь обсуждается, и после этого вышел к рынку со словами «я понимаю ваши проблемы, как регулятор сделаю то-то, и после этого рынок изменится», то после этого ни одного вопроса, почему именно ЦБ должен стать регулятором, не возникло бы.

Пока же обсуждается посыл — вы согласитесь, чтоб регулятором стал ЦБ, а ЦБ потом что-нибудь хорошее сделает.

Наталья Плугарь. Скорее, не сделает ничего плохого:

Роман Горюнов. Да, согласен с поправкой. Я бы очень хотел, чтобы ЦБ ознакомился со стенограммой этого заседания, чтобы люди поняли, о каких проблемах идет речь и с чем, собственно, они вообще столкнутся,





когда будут мегарегулятором. У меня ощущение, что у них нет четкого понимания.

Несколько слов в защиту биржи. Проблема относительно того, что биржа не объявляет своих планов на ближайшие несколько лет. Это не потому, что биржа не хочет говорить. Честно — она просто не знает.

Я принимал участие в написании Стратегии биржи. Но после того как объединили много рынков, биржа столкнулась с проблемой, что у разных рынков — разный профиль клиентов. И она не знает, как эту проблему решить. На текущий момент ответить на вопрос, кто является клиентом биржи — невозможно. На валютном рынке у нее одни клиенты, на фондовом — другие, на срочном — третьи, на бондах — четвертые, а на репо — пятые. И на каждом из этих рынков — свой профиль и свой интерес участников. Совместить эти интересы в одну модель на текущий момент невозможно. Биржу можно сколько угодно за это пинать, но толку. Биржа, например, не знает про гарантийный фонд, потому что она не может совместить интересы разных категорий клиентов, универсальную модель придумать тоже не может.

С этим придется всем жить. Биржевой совет в настоящий момент, надо признать, эту проблему не решает.

Что касается развития рынка, то я оптимист. Верю, что на рынке можно сделать что-то хорошее. Эта моя вера основана на фактах и предпосылках.

Рынок находится в плохом состоянии, даже сложно представить, что на нем может быть еще хуже. Хуже — только смерть. В таких условиях, во-первых, начинают срабатывать механизмы самосохранения. На рынке остались либо фанаты, либо те, кто еще «не пуган». Есть предпосылки к консолидации усилий и к тому, что эффект самосохранения позволит нам выйти на новое качество.



Последняя дискуссия — про мегарегулятор — в очередной раз доказывает, что надежды на государство нет. Все в наших руках. Более того, опыт показывает, что, если мы способны консолидироваться и внятно заявить свою позицию, то на позицию государства можно повлиять.

Для нас всех актуален серьезный Рубикон — пенсионная система. Если мы сейчас проиграем битву за пенсионную систему, то все остальное не имеет значения. К сожалению, пока рынок не является субъектом этой дискуссии. Мы как инвестиционное сообщество свою позицию относительно пенсионной системы внятно и консолидированно не заявили. У нас есть все шансы и возможности сейчас заявить, что накопительная пенсионная система является необходимой основой развития финансового рынка.

Внятная, консолидированная позиция рынка относительно того, что решение по мегарегулятору рынку как минимум непонятно, позволило перевести эту дискуссию в практическую плоскость. Если бы этой позиции не было, уже сейчас все решения по мегарегулятору были бы приняты. Это говорит об одном — у нас как сообщества есть шанс повлиять на государство.

В вопросе пенсионной системе мы все здесь говорим одно и то же. Так что нам мешает это консолидировано заявить? Мы считаем, что развитие финансового рынка в России без накопительной пенсионной системы невозможно. Кто-то в этом сомневается? Так давайте заявим!

За последний год произошло очень важное событие. Основные игроки брокерского рынка осознали, что бизнес-модель, которая была построена в начале 2000 годов — это фактически DMA доступ клиентов на рынок и превращение брокеров в телеком-провайдеров — бесперспективна. Она себя исчерпала. Модель была основана на ряде предпосылок, ключевая предпосылка состояла в том, что в России неизбежен инвести-

ционный бум, и здесь будет 5-10 млн инвесторов. Поэтому размер комиссии не важен, транзакционные издержки не важны, главное — занять долю рынка. А для этого надо собрать наиболее активных интрадей-спекулянтов.

Но теперешняя ключевая проблема брокеров — создание добавочной стоимости для клиентов. Что брокер привносит на счет клиента? Это является ответом на вопрос, как развивать индустрию.

В свете тех успехов, которые сейчас демонстрирует валютный рынок, надо не поддаваться эйфории и не допустить создания такой же модели на валютном рынке. Там сейчас реализовался отложенный спрос, туда пустили клиентов, которых раньше не пускали. Но насыщение произойдет, поэтому давайте там построим нормальную модель. Это в интересах брокерского сообщества

Предоставлять клиентам дополнительную ликвидность, возможность best execution, умных заявок — это одна из частей. Вторая часть состоит в том, что брокеры должны осуществлять функцию инвестиционных консультантов и продавать инвестиционные идеи.

Снижение издержек — это еще одна важная часть, с точки зрения как больших, так и малых компаний. На этих трех направлениях мы видим РТС как координатора и провайдера дополнительных сервисов.

Отдельная история, которая меня беспокоит, — сегодня ни разу не поговорили про эмитентов (на круглом столе. — *прим. ред.*). К сожалению, мы находимся в ситуации, когда эмитенты не заинтересованы в развитии собственного фондового рынка. Мы должны это признать и предложить модель, которая эмитентов будет заинтересовывать. Это могут быть налоговые, отчетные преференции. Но мы должны сделать так, чтобы публичным эмитентам, обращающимся на российском рынке, было выгодно быть таковыми.

У нас сейчас 100 бумаг в листинге и еще 300 — вне листинга. Если мы ничего не сделаем, то через год на рынке останется

100 бумаг. Мы просто не понимаем, что идет «ползучая революция». Все эмитенты, не изъявившие желания торговаться на рынке, уйдут с биржи, — к этому приведет существующее регулирование. Мне кажется, что в отношении эмитентов тоже надо выразить внятную позицию и предложить модель внедрения.

Проект Т+ на текущий момент — это проект биржи. Биржа говорит: мы считаем, что этот проект российскому рынку нужен. В ответ участники говорят: мы не понимаем, зачем это нужно нам, но при этом костью по подключению ты хочешь повесить на нас. Дискуссия по Т+, которая сейчас происходит, — это простая расторговка, заключающаяся в том, что участники рынка пытаются всеми силами сократить кость по подключению себя к этому рынку.

На мой взгляд, надо честно сказать, что стратегически этот проект рынку нужен, но вопрос — кто за него заплатит? И честно это обсудить. Главный бенефициар этой истории — биржа, так, может, она разделит с брокерами кость по подключению рынка? Со своей стороны НП РТС готова тоже в этом поучаствовать, мы готовы частично профинансировать подключение рынка к Т+.

Игорь Марич. НАУФОР проводит замечательную конференцию — с точки зрения и участников, и качества дискуссии. Хотя я с некоторым удивлением обнаружил, что биржа здесь — главный герой, причем не положительный.

Как представитель биржи я с этим не согласен. У нас действительно есть стратегия, и она вырабатывалась не только биржей. Там зафиксировано, что биржа должна предложить качественные продукты и сервисы, плюс она должна быть площадкой, где участники могут вырабатывать мнения, которые для биржи являются руководством к действию. И плюс — биржа должна быть драйвером изменений, которые нужны для индустрии.

Мы и живем в соответствии с этой стратегией. Мы создали комитеты, в ко-

торых сидят представители рынка, мимо них сейчас ни одно решение не проходит. Я не согласен, что биржа — монополист и нет конкуренции — есть конкуренция с западными площадками. Поскольку действительно есть проблема, что на разных рынках, участники разные, то создан мегакомитет — биржевой совет, куда вошли не только председатели комитетов, но и представители саморегулируемых организаций. Там рассматриваются все вопросы, рассмотренные на комитетах и передаваемые органам управления биржи для принятия решения. Это сделано для того, чтобы мы могли слышать мнение рынка и дальше поступать в соответствии с ним. Может, проблема не в том, что мы плохо следуем мнению рынка, а в том, что он плохо формулирует это мнение?

В отношении Т+, наверное, не до конца сформулирован покупатель, хотя мы его очень долго пытались и пытаемся найти. Более того, нам казалось (и мы неоднократно слышали это также от участников рынка), что Т+0 со 100%-ным преддепом — это то, что сдерживает развитие рынка. А теперь, когда мы пришли к рынку с концепцией изменений, то произошла трансформация.

Я призываю использовать реально имеющиеся возможности донести свое мнение до биржи через комитеты, в которых многие из вас представлены. Потому что биржа старается предложить участникам то, что нужно им, и притом в том виде, в котором они будут этими возможностями пользоваться. ■