

# Потеряем? Перебором?

**14 мая 2013 года в Москве состоялась восьмая ежегодная конференция НАУФОР «РОССИЙСКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК: БОЛЬШИЕ ИЗМЕНЕНИЯ — ЧТО ЖДАТЬ ЕГО УЧАСТНИКАМ», В РАМКАХ КОТОРОЙ ПРОШЕЛ КРУГЛЫЙ СТОЛ «ИЗМЕНЕНИЯ В ОБЛАСТИ РЕГУЛИРОВАНИЯ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ — КАКОВЫ БУДУТ ПОСЛЕДСТВИЯ ДЛЯ РАЗВИТИЯ ИНДУСТРИИ ФИНАНСОВЫХ ПОСРЕДНИКОВ»**

Участники круглого стола: Дмитрий Панкин, руководитель ФСФР России; Алексей Моисеев, заместитель министра финансов; Александр Афанасьев, председатель Правления ОАО Московская Биржа; Роман Горюнов, президент НП РТС; Олег Вьюгин, председатель Совета директоров ОАО «МДМ Банк»; Алексей Тимофеев, председатель Правления НАУФОР; Рубен Аганбегян, генеральный директор «ФК Открытие»; Эдди Астанин, председатель Правления НКО ЗАО НРД; Андрей Басуев, генеральный директор ООО «Унисон Капитал»; Сергей Васильев, председатель Совета директоров ИГ «Русские фонды»; Йорг Бонгартц, председатель Правления ООО «Дойче Банк»; Андрей Звездочкин, генеральный директор ООО «АТОН»; Сергей Золотарев, директор ЗАО «Октан-Брокер»; Константин Корищенко, пред-

седатель Правления АКБ «Инвестбанк»; Сергей Лукьянов, генеральный директор ЗАО «Финам»; Мегредичян Жак Дер, председатель комиссии по стратегическому планированию Наблюдательного совета Московской биржи; Олег Михасенко, президент ФГ «БКС»; Олег Снегирев, директор инвестиционно-брокерской фирмы «Темп-Инвест»; Денис Соловьев, управляющий директор по административным и операционным вопросам ОАО «Альфа-банк»; Владислав Стрельцов, начальник отдела по обеспечению взаимодействия с федеральными органами государственной власти Госдумы РФ; Василий Фроловичев, глава группы прайм-брокерских услуг ООО «Ренессанс Брокер»; Анатолий Шведов, председатель правления ООО «Голдман Сакс Банк»; Олег Ячник, председатель Совета директоров ИФ «ОЛМА».

Модератор: Олег Вьюгин.



Алексей Тимофеев (НАУФОР). Традиционным началом нашей конференции является общий обзор происходящего на фондовом рынке — это позволяет начать более предметное обсуждение. Ежегодно НАУФОР готовит аналитическое исследование рынка — «фактбук», он в раздаточных материалах, в нем в деталях можно ознакомиться с тем, о чем я собираюсь говорить.

Итак, капитализация внутреннего рынка. Мы видим, что в конце 2012 года она составила примерно 817 миллиардов долларов. Это не лучшие времена для российского фондового рынка. Капитализация к ВВП характеризует его значение в экономике, а она опусти-

лась до 41% ВВП. Конечно, это отражение того, что происходит во всем мире, но для российского рынка изменения более драматичные, чем для других. Сейчас мы уже получили показатели капитализации на конец первого квартала этого года, и обнаружили, что она снизилась еще больше. Это плохо.

Важными характеристиками для оценки капитализации является ее структура. Мы отмечаем в капитализации долю десяти наиболее крупных эмитентов и долю отраслей. Доля десяти крупнейших в капитализации эмитентов уменьшилась за семь лет на 15%, но по-прежнему составляет гораздо больше ее половины — 61%. А доля компаний нефтегазовой отрас-

ли составляет половину российской капитализации. Таким образом, российский рынок по-прежнему остается рынком нефтегазовых отраслей и, естественно, зависит от поведения цен на эти экспортные товары.

*Ликвидность рынка акций.* В 2012 году здесь произошли наиболее драматичные изменения. К концу 2012 года ликвидность рынка акций упала на 41% по сравнению с 2011. И нужно сказать о том, что первый квартал 2013 года продемонстрировал сохранение этой тенденции. Ни один из кварталов 2012 года не характеризовался такой низкой малой ликвидностью как первый квартал 2013 года. Давайте взглянем на качественные характеристики ликвидности — здесь на



долю десяти наиболее ликвидных эмитентов приходится огромная доля, 83,4%. И нужно заметить, что около половины этой капитализации по-прежнему приходится на акции всего лишь двух эмитентов — Газпрома и Сбербанка, несмотря на то, что в 2012 году доля Сбербанка снизилась примерно на 5 п.п. Снижение доли Сбербанка в обороте произошло в связи с тем, что ценные бумаги Сбербанка теперь обращаются не только в России, но и за рубежом — в форме депозитарных расписок. Итак, чуть меньше 25% на Сбербанк, 25% на Газпром и примерно 33% — еще на 8 крупнейших эмитентов. Должен заметить, что доля депозитарных расписок в обороте российских ценных бумаг российских эмитентов теперь составляет около 50%. И честно говоря, никогда не была столь большой раньше.

*Первичный рынок.* Его состояние показывает, выполняет ли финансовый рынок страны свое предназначение быть источником финансирования для реального сектора. К моему глубокому сожалению, должен сказать, что российский первичный рынок практически закрыт. И хотя это является чертой мирового рынка, за рубежом ситуация несколько лучше. Здесь надо дать несколько пояснений. В данных, которые мы приводим, нет данных об SPO Сбербанка, здесь речь идет только о первичных размещениях — IPO. Естественно, отрази мы результаты этого SPO, то картина изменилась бы, но ни в коем случае не на графике, где показана доля средств, привлеченных российскими компаниями и их холдингами за рубежом. Потому, что Сбербанк привлекал средства главным образом за рубежом. Как и иные российские эмитенты. Никогда еще доля привлеченных российскими эмитентами (не важно — самими ли в России, или в России и за рубежом путем проведения «параллельного» размещения, или холдинговыми структурами, специ-

ально для этого созданными) средств за рубежом не была так велика — 90%. В прошлом году две российские компании разместили ценные бумаги за рубежом через свои холдинги. Одна — «Мегафон» — сделала параллельное размещение.

Необходима оговорка, — конечно, эти цифры связаны с тем, что IPO в прошлом году сделали единицы, поэтому всего лишь единицы создают драматический эффект. Так произошло и с первым кварталом 2013. Мы сочли правильным упомянуть об IPO Московской биржи. Оно было только одно, зато благодаря тому, что биржа сделала IPO только в России, это немедленно «исправило» ситуацию. Безусловно, IPO биржи специфическое, но оно стало важным достижением для российского рынка, демонстрирующим способность привлекать на нем средства такого объема. Я хочу это поприветствовать и поздравить биржу с этим успехом.

Хорошие новости — новости с рынка корпоративных облигаций. Этот рынок сильно развивается последнее время. Хотя тенденция свидетельствует о том, что все меньшее количество эмитентов занимает все чаще, этот рынок, тем не менее, и по объемам, и по оборотам демонстрирует сильную положительную динамику. Однако должен сказать, что этот рынок по-прежнему очень невелик. 8% ВВП — вот объем этого рынка по номиналу. Это очень незначительный облигационный рынок. Этому рынку есть куда расти, и хорошо, что это происходит. За счет чего это происходит? В 2012 году рост объемов внутреннего рынка не уступал росту размещений евробондов. А раньше уступал.

*Обороты на облигационном рынке.* Характеристикой российского облигационного рынка является то, что он преимущественно биржевой, в отличие от мирового, где долговой рынок — в основном ОТС. 84% этого рынка — это биржевой рынок (даже несмотря

на то, что 75% заявок на этом рынке адресные), поскольку организуется Московской биржей. Останется ли это так с открытием счетов «Евроклир» и «Клирстрим» в НРД? Не знаю. Надеюсь, я беспокоюсь напрасно, но я хотел бы, чтобы бенефициаром развития долгового рынка была российская инфраструктура.

В 2012 году мы видим большой рост, на 17%, объема займов с использованием государственных ценных бумаг.

*Рынок репо.* В 2012 году рынок репо вырос на 54% с государственными ценными бумагами и на 38% с негосударственными. Если говорить о репо с государственными ценными бумагами, хорошо видно, что это происходит за счет прямого репо с Центральным банком.

*Биржевой срочный рынок.* Первый раз в 2012 году мы увидели падение объемов этого рынка. Несколько более оптимистичными являются данные первого квартала этого года, которые позволяют надеяться на то, что этот объем в конце 2013 года будет больше, чем в 2012. Тем не менее в прошлом году этот рынок, до сих пор бурно развивавшийся, удваивавшийся в течение некоторых лет, неожиданно уменьшился в своих объемах — на 23%. С качественной точки зрения 90% оборотов этого рынка составляют фьючерсы на индексы.

*Индивидуальные инвесторы.* 835 тысяч человек — вот сколько сейчас клиентов у брокеров, совершающих операции на Московской бирже. С некоторых пор у нас нет данных в отношении пайщиков инвестиционных фондов, но в любом случае количество инвесторов, выбравших инвестиции при посредничестве брокера или в паевые инвестиционные фонды, вряд ли превышает 1 млн — 1 млн 200 тысяч — 1,5 млн человек.

Что касается индустрии: индустрия посредников уменьшается примерно

на 10% — несколько лет подряд. В 2012 году — на 15%. Доля небольших компаний, которая за рубежом составляет большую часть этой индустрии, у нас чрезвычайно мала. Большинство наших компаний имеют сразу несколько лицензий профучастника, поскольку что к крупным, что к мелким компаниям у нас предъявляются одинаковые требования, более высокие, чем это необходимо для мелких компаний. Из 970 брокеров 598 являются одновременно депозитариями, то есть хранят активы клиентов. За рубежом число компаний, которые хранят активы клиентов, незначительно, и они делают это для других, более мелких компаний. На 66% индустрия профессиональных участников — это московская индустрия. Но 2012 году впервые за все время наблюдений уменьшение количества компаний стало происходить не за счет региональных компаний, а за счет московских. Я могу предположить, что региональные компании быстрее покинули рынок или адаптировались, а теперь пришла пора московских, у которых раньше был большой запас прочности.

Доля крупнейших участников в обороте на срочном рынке 77–78%. Но в прошлом году резко увеличилась доля десяти крупнейших участников на рынке спот. Произошло это в связи с приобретением Сбербанком «Тройки Диалог». Концентрация не драматическая, но показательная.

*Паевые инвестиционные фонды.* СЧА в 2012 году росла, но главным образом за счет закрытых паевых инвестиционных фондов. 67–68% нашей индустрии ПИФов — это закрытые паевые инвестиционные фонды, а больше половины из них — фонды недвижимости. Роль этой индустрии в экономике и на финансовом рынке страны, ничтожна, индустрия стагнирует третий год подряд, составляя едва 0,35% ВВП. Она по-прежнему находится на старте.





*Негосударственные пенсионные фонды* в 2012 году демонстрировали довольно большой рост аккумулированных в этой индустрии средств. Понято, что происходило это главным образом за счет накопительной части. Возможность переводить накопительную часть в НПФ была сильным драйвером для развития этой индустрии. В последние годы эта часть ежегодно почти удваивается. Растет и добровольная часть, но отнюдь не за счет привлечения новых клиентов. В целом, к сожалению, эта индустрия по-прежнему невелика — чуть более 2% ВВП, несмотря на то что там около 1,5 трлн рублей средств, которых мы очень ждем на фондовом рынке. Нам хотелось бы более сильного развития этой индустрии и большей ее роли на финансовом рынке.

Благодаря увеличению средств в НПФ концентрация на пятерку и даже на десятку наиболее крупных НПФ существенно снизилась — выходит, что выбор делался в пользу фондов за пределами TOP-10. Это положительный знак, свидетельствующий о развитии конкуренции внутри индустрии НПФ.

Благодарю за внимание.

**Олег Вьюгин (МДМ-Банк).** Спасибо, Алексей!

За этими цифрами кроются качественные выводы, которые я хочу озвучить.

*Первое.* Фактическая потеря первичного российского фондового рынка.

*Второе.* Слабейшая активность индивидуальных инвесторов на фондовом рынке (она несравненно слабее мировых аналогов) и слабый потенциал институциональных инвесторов. Единственная позитивная тенденция, которая была показана [в докладе Тимофеева] — рост резервов негосударственных пенсионных фондов, — во многом связана с тем, что государство стимулировало накопительную часть пенсионной системы. И теперь люди переходят из системы ВЭБа в НПФы.

*Третье* — постепенная потеря ликвидности отечественного рынка.

*И четвертое* — развивается долговой рынок, рынок репо становится очень важным элементом финансовой системы, хотя рынок репо не соотносится с главной (то есть инвестиционной) ролью фондового рынка в любой стране.

Если подытожить то, о чем говорил Алексей: инвестиционная роль отечественного фондового рынка снижается. Мы теряем эту роль, если сравнивать с положением дел в 2000-х годах.

Понятно, что ситуация в мире вообще не очень хорошая, сравнение и с развитыми странами, и странами БРИК показывает, что и у них все не очень ладно. Но если внимательно посмотреть на цифры, то видно, что там инвестиционная роль фондового рынка не снижается (рынок просто стагнирует), а в нашем случае она снижается. И мне кажется, главная тема, которую мы должны сегодня обсуждать: а нормально ли происходящее, можем ли мы такому снижению что-либо противопоставить, какие для этого нужны действия. Мы находимся в процессе смены парадигмы регулирования — присоединения ФСФР к Центральному банку. И возникает вопрос: а меняется ли собственно парадигма? или идут обычные организационные изменения?

Да, безусловно, роль институциональных инвесторов должна быть гораздо выше, если мы хотим, чтобы фондовый рынок в России вообще играл инвестиционную роль.

И, наверное, еще один вопрос, который больше относится к инфраструктуре: все-таки какова тактика и стратегия по поддержанию (или увеличению) ликвидности рынка и вообще привлечению эмитентов на российский рынок?

Например, Надя Грошева, которую мы все хорошо знаем, сейчас увлеченно покупает акции компании Уолта

Диснея, компании Mattel (производит куклу Барби). Зарабатывает деньги там. Российские инструменты в таком количестве, как раньше, она не покупает. Это тоже ведь сигнал для всех нас, в том числе для регуляторов и для инфраструктуры. Что случилось? Почему Надя Грошева, наш инвестор, «переехала» в другую юрисдикцию? Я хотел бы сейчас обратиться к регуляторам с этими вопросами.

На конференции присутствует заместитель министра финансов Алексей Моисеев и руководитель ФСФР Дмитрий Панкин.

Предоставлю первое слово Алексею Моисееву. Пока отсутствует официальный представитель Центрального банка, но я надеюсь, что он придет, иначе это тоже будет сигналом о том, какова парадигма нового регулирования.

Алексей, прошу.

**Алексей Моисеев (Министерство финансов).** Спасибо большое, Олег Вячеславович.

С большим интересом прослушал выступление Алексея. Тон немножко могильный. (Алексей, я ждал, в какой момент ты скажешь, что пора самораспускаться: к счастью, такие слова не прозвучали). Но примерно в таких же тонах осенью прошлого года у нас шло обсуждение создания мегарегулятора и вообще действий, которые следовало бы предпринять на финансовых рынках. Мы тогда встречались с ответственностью, шло много обсуждений на разных площадках в, частности, на площадке рабочей группы Волошина, на площадке открытого правительства и так далее.

Авиаконструкторы рассказывают, что когда у самолета выключается двигатель, то он вначале какое-то время еще летит, как будто ничего не произошло. Но затем в какой-то момент начинает резко падать. У меня сложилось ощущение, что с точки зрения состояния финансовых рынков мы летели в течение нескольких

кварталов с выключенным двигателем. И если сейчас не начнем что-то делать, то будем резко падать. То, что Алексей показал в части ликвидности, в части отсутствия роста ресурсов паевых фондов, подтверждает этот вывод. Что-то делать планируется. Будем ли мы в этом успешны, покажет жизнь, но мы совершенно точно намерены что-то делать.

Речь здесь идет не только о едином регуляторе. Думаю, что Минфин как ведомство, отвечающее за законотворческую работу, свою работу в значительной степени выполнило.

А я расскажу вам о структурных мерах, которые предполагается предпринять для развития финансовых рынков. Высшее руководство, как мне кажется, проявляет сейчас такой интерес к развитию финансовых рынков, как никогда прежде. Связано это с тем, что мы все оказались конфронтированы снижающимся экономическим ростом и стали искать пути его ускорения. И оказалось, что инвестиционный ресурс, необходимый для роста экономики (а для роста сейчас необходим именно инвестиционный ресурс, а не рост ликвидности), особенно в условиях, когда мировой финансовый рынок не очень хочет предоставлять эту длинную ликвидность, невозможно обеспечить без развитого внутреннего финансового рынка.

Мы либо запускаем рост экономики, и тогда требуется наладить работу отечественных финансовых рынков, — либо мы этого не делаем и тогда рост экономики не запускаем.

Поэтому было принято несколько важных решений. Первое, и самое главное, — это розничный инвестор. У меня такое ощущение, что у российского финансового рынка есть только один способ предотвратить дальнейшее падение и вырасти в десятки раз, — это масштабное увеличение розничного инвестора. Хорошо, конеч-

но, сравнивать Россию с Индией. Но дело не только в абсолютных цифрах, а еще и в том, что средние доходы населения в Индии в четыре-пять раз ниже, чем в России. И там практически нет среднего класса. Россия — самая богатая страна из всех стран БРИКС. При этом мы значительно отстаем. Мне кажется, что все международные и институциональные инвесторы совокупно не обеспечат России роста. Мне кажется, что рост может обеспечить только внутренний розничный инвестор. И для того чтобы эти внутренние инвесторы вспомнили о том, что есть не только банковские депозиты, мы пытаемся провести несколько мер.

Первое — это, конечно, реформа пенсионной системы. В конце прошлого года правительство впервые честно сказало, что если человек получает зарплату выше средней, то он не сможет рассчитывать на сколь-нибудь адекватную пенсию; что правительство гарантирует так называемый коэффициент замещения в размере 40% только для тех, кто получает среднюю зарплату по стране (то есть, если я не ошибаюсь, в районе 29 тысяч рублей). То есть те люди, которые получают 50–60–100 тысяч и больше, рассчитывать на государственную пенсионную систему не могут. Это официально признано и черным по белому написано в стратегии развития пенсионной системы, которая была принята в октябре прошлого года.

Это сигнал к тому, что если россияне хотят жить на пенсии достойно, то должны копить на пенсию сами. Государство должно построить инфраструктуру для того, чтобы гражданам было удобно это делать. Здесь есть движение по ряду направлений. Во-первых, есть ряд определенных рогадок, которые не дают пенсионным фондам инвестировать средства населения так, чтобы это было интересно населению и чтоб эти средства действительно инвестировались не в





государственные облигации, а в такие бумаги, которые смогут обеспечить нормальные сбережения. Все претензии со стороны пенсионных фондов мы стараемся учесть. Вы знаете, что в Минфине сейчас существует рабочая группа с активным представительством профучастников, которые пытаются устранить все недочеты.

Но на проблему нужно было посмотреть еще шире. И здесь пошли по двум путям. Первое — это либерализация отношения к пенсиям. И второе — стимулирование простых инвестиций. Если человек не готов думать о пенсии прямо сейчас, но у него есть какие-то деньги, которые он не прочь был бы отдать в управление или инвестировать лично, то надо сделать так, чтобы ему это было гораздо более удобно.

Что касается пенсий, то разработан проект закона о системе гарантирования пенсий. Он находится в высокой степени готовности. С точки зрения накопительной части есть поручение президента по продлению возможности выбора между накопительной и распределительной частями пенсии за пределы 2013 года. Коллеги из Минтруда также говорят, что этот закон скоро будет доработан.

Используя рекомендации ОЭСР, мы решили расширить наше понимание пенсионной системы. Когда мы принимали решение о создании единого регулятора, нас часто критиковали за то, что регулирование в России построено не по продуктам, а по отраслям, и это создает большое количество проблем. В этой связи мы действительно решили попытаться построить продуктивное регулирование, и был написан закон, который в процессе доработки даже поменял название и теперь называется законом о финансовых организациях. Закон прописывает, какими должны быть пенсионные схемы, какие у них есть признаки, какие там требования и какими будут налоговые и другие

последствия. По сути, в рамках этого закона практически любая финансовая организация может предлагать гражданам тот или иной пенсионный продукт, который будет стандартизован и будет получать налоговые преференции. Естественно, в первую очередь речь идет о добровольном пенсионном страховании.

Далее вопрос, набивший всем оскомину (и Алексей Тимофеев сыграл если не решающую, то значительную роль в том, что начал двигать его). Это вопрос, связанный с налогообложением персональных инвестиций. Вроде бы уже договорились, что будут освобождены от налогов профессиональные инвестиции в ПИФы и ценные бумаги, которые торгуются на организованном рынке. В нашем понимании список этих бумаг не должен включать ADR и RDR, а только акции и облигации российских юридических лиц. Они попадают под освобождение от налогообложения в рамках определенного периода держания и в рамках определенного лимита суммы. Реальные цифры я сейчас называть не буду. Но идея такая, чтобы человек, относящийся, условно, к среднему классу, мог за определенный период держания получить доход, который не облагался бы налогом.

Также вы знаете, что есть проект, связанный с персональными инвестиционными счетами. Моя личная преференция больше относится к такому инструменту, как персональные инвестиционные счета, ПИФы и управляющие компании, чем просто к покупкам ценных бумаг населением. Мы изучали опыт разных стран, и больше всего нам понравился польский опыт. Они, разбив базу внутренних инвесторов, добились того, что у них на внутреннем рынке есть не дисконт по отношению к Лондону, а, наоборот, премия. Но у поляков возникла проблема: нет ликвидности. Поэтому нам надо быть очень осторожными, чтобы не угрожать лик-

видность, чтобы если не стимулировать торговую активность, то, по крайней мере, не создавать для нее препятствий. На мой взгляд, есть интересный пример на валютном рынке: пара рубль-юань. Объемы сделок хоть и выросли, но ликвидность там достаточно ограниченная, нет спекулянтов, так как по китайскому регулированию на этом рынке могут торговать лишь агенты, которые совершают внешнеторговые операции. Поэтому там нет ликвидности.

Всегда должна быть «вторая нога» сделок, и это спекулянты. Без спекулянтов не решается принципиально важная, на мой взгляд, задача — работа фондового рынка по определению цены. Поэтому надо быть аккуратными с налоговыми мерами, чтобы не дестимулировать торговлю. В этой связи лично мне архитектура персонального пенсионного счета нравится намного больше, потому что там срок считается в рамках нахождения денег — либо в паевом фонде, либо на персональном инвестиционном счете. Если деньги внутри счета, то можно торговать на них хоть каждый день, и никаких налогов и негативных последствий не будет.

Хотелось бы еще сказать, что в этом году планируется проводить приватизацию на российских площадках. Буквально вчера Минфин внес в правительство новый проект правил привлечения брокеров к продажам на организованных торгах, то есть, по сути, привлечения к первичным торгам. Будем надеяться, что правительство это быстро одобрит. Для этого, конечно, нужно сделать еще некоторые вещи. Мы ожидаем полномасштабного запуска проекта T+2. Инвесторы в акции и облигации говорят, что это очень важно. Также очень важен допуск «Евроклир» на российский рынок, но мне кажется, что правильным было бы искусственное ограничение допуска иностранной ликвидности. Во всяком случае, с точки зрения государства, с

точки зрения эффективного собственника мы не считаем правильным продажу наших активов на рынке, на котором ограничен допуск ряда инвесторов. Вот отсутствие «Евроклира» ограничивает допуск инвесторов, и очевидно, что «Евроклир» надо допускать.

И последнее, о чем хотел бы сказать, это вопрос привлекательности фондового рынка. Министерство финансов сейчас выступило с инициативой по пересмотру дивидендной политики российских компаний с государственным участием. Целый ряд инвесторов говорили мне, что единственное обстоятельство, мешающее российскому рынку показывать такие результаты, как у соседних стран, — это отсутствие четкого дивидендного потока. Наше предложение просто и понятно. Если компания государственная, то она должна платить дивиденды в объеме 25% (а может быть, и 35%) по МСФО. Сейчас это предложение рассматривается, оно имеет и сторонников, и противников, но наша позиция здесь совершенно четкая.

Спасибо большое!  
**Дмитрий Панкин (ФСФР).** Здравствуйте!  
Всегда очень интересно принимать участие в мероприятиях, проводимых НАУФОР, — именно из-за качества подготовки материала. Качественный, всегда интересный анализ, из которого, к сожалению, следуют в данном случае неоптимистичные выводы. Но такова реальность.

Актуален вопрос, являются ли объективным процессом выводы о стагнации нашего рынка, и тогда мы должны расслабиться и просто смотреть, как постепенно эти цифры перейдут в отрицательную плоскость — либо принимать какие-то действия, пытаться барахтаться, как лягушка в горшке со сметаной?

С одной стороны, нет фондового рынка, ну и бог с ним. На качество жизни это не влияет, на рост производительности труда непосредственно тоже не влияет. Экономика может

функционировать при наличии крупных государственных компаний, производящих энергоресурсы. Труба есть, она качает. Соответственно, налоги, доходы поступают в два-три государственных банка и суверенные фонды, деньги на кредиты предоставляются. Как мы видим, «Роснефть» может легко взять у банков 30 миллиардов долларов и осуществить мероприятие по поглощению другой компании. Теоретически такая экономика вроде бы может работать. И наша практика последних лет показывала, что да, путем аккумуляции нефтегазовых потоков в государственных банках вопросы можно решить, это работает. Но все-таки представляется, что перспектив такая модель не имеет. Мы упираемся в естественные ограничения, такая модель нежизнеспособна, она проигрывает конкуренцию в динамизме. Сколько бы мы ни говорили об инновациях, такая модель экономики не может обеспечить инновационного развития, не может обеспечить эффективной конкуренции на мировом рынке и создания в экономике чего-нибудь иного, кроме добычи нефти и других сырьевых ресурсов. А в экономике, в которой участвует множество игроков и посредников, невозможно работать только с банковским участием. Кризис 2008–2009 годов показал, что если банки начинают выполнять ключевую и подавляющую роль в экономике, то есть выполняют и функции кредитования, и организации финансовых схем, и трансформации сбережений в инвестиции, то объем риска, который накапливает такая система, становится чрезвычайно высок и ставит под угрозу всю финансовую систему. Под угрозу краха или чрезмерных рисков, которые набирают один или два крупнейших банка.

Вывод какой? Я считаю, что в этой ситуации перспективы у финансового рынка, у рынка, альтернативного банковскому, — есть. Сейчас звучат требо-



вания более жесткого регулирования. Усиливается давление в сторону того, чтобы банки не концентрировали такой объем риска на своих балансах, чтобы большая часть операций по преобразованию сбережений в инвестиции шла, минуя банковский баланс, через фондовые рынки. Мне кажется, это дает нам основание смотреть с большим оптимизмом на перспективы возврата и инвесторов, и потребителей инвестиций на фондовый рынок, на рынки акций и облигаций. Абсолютно согласен с Алексеем Моисеевым в том, что ключевой вопрос — внутренний инвестор.

Не надо надеяться на создание благоприятных условий для иностранных инвестиций, не надо выдумывать прямо сейчас новые финансовые инструменты. Ключ не в этом. Ключ — именно в наличии внутреннего долгосрочного инвестора. Это и индивидуальный, и коллективный инвестор в виде пенсионных, страховых компаний, паевых фондов.

Что мы можем сделать? Как мы можем выстроить свои действия, чтобы все-таки способствовать развитию рынка? Сейчас на первом плане дискуссии об объединении ФСФР с Центральным банком: что будет дальше, как будет строиться политика Центрального банка. Мне кажется, что за организационными моментами теряется главное. Главное — это вопрос о том, а какие вообще принципиальные изменения в надзоре, в регулировании должны произойти.

Мы говорили сейчас о стимулировании индивидуальных инвесторов, о необходимости стимулирования долгосрочных инвестиций НПФов, страховых компаний. Но вот как должна меняться парадигма этих процессов с точки зрения регулирования надзора? Должны ли мы говорить о том, что российский рынок непрозрачен, что на нем много манипулирования, инсайдерских схем, что во многих случаях выпускаются ценные бумаги, не имеющие под собой реаль-

ных активов? То есть должна ли служба концентрироваться на том, чтобы вводить более жесткие схемы по контролю над эмитентами, значительно усиливать надзорную функцию при манипулировании рынком, при исследовании ситуаций инсайда? Либо мы говорим о том, что на российском рынке существует чрезвычайно сильное административное давление, что требуется огромный объем отчетности, который не под силу среднему участнику рынка и съедает всю маржу, получаемую от реального бизнеса? И нужно идти на снижение административных барьеров, регуляторной нагрузки на участников бизнеса и способствовать привлечению новых участников и более динамичному развитию. Это непростой вопрос. А в реальности мы должны сейчас дать на него ответ. Должно ли государство двигаться в сторону усиления регуляторных надзорных функций, принимать меры, которые дадут большую уверенность участникам рынка в том, что контрагент завтра не обанкротится, что баланс, который демонстрирует участник рынка, реален? Или мы говорим о том, что рынок задавлен, объем отчетности чрезмерен, требования по составлению различных списков инсайдеров ведут к тому, что бизнес становится нерентабельным.

Мне хотелось бы, чтобы участники сегодняшней конференции высказались на эту тему. В Центральном банке, в едином регуляторе, куда волеется ФСФР, должны быть приоритеты: на что обратить внимание в первую очередь, как выстроить приоритеты по регулированию надзора.

Спасибо за внимание. Александр Афанасьев (Московская биржа). Спасибо организаторам конференции. Всегда приятно оказаться в кругу профессионалов, участников рынка.

Теперь относительно наших инфраструктурных вопросов. Биржа — это посредник между посредниками.

Состояние рынка и отношение к нему конечного инвестора, институционального клиента или физического лица во многом зависит от биржевой инфраструктуры. Но частью этой инфраструктуры являются и банки, и брокерские компании, и регуляторы. Пока будет сохраняться не очень устраивающая инвесторов динамика индекса, пока потребителям не будут нравиться процентные ставки, пока курс доллара (или, по крайней мере, его динамика и волатильность) будет пугающим — отношение к инфраструктуре будет негативным, хотя не только инфраструктура в этом виновата.

Но давайте все-таки поговорим о своей вине. Сначала цифры. Хочу немножко дополнить тот замечательный доклад, который сделал Алексей Тимофеев, последними цифрами по биржевым оборотам. О чем они свидетельствуют? Вот среднемесячные данные за четыре месяца по сравнению со среднемесячными данными 2012 года. Обороты на рынке акций падают. За четыре месяца порядка минус 28% по сравнению с данными за 2012 год. Обороты первичного рынка выросли на те же 28% по сравнению с прошлым годом. Корпоративные бонды — плюс 30% оборотов. Рынок ОФЗ — плюс 42% оборот. Валюта спот — плюс 10%. Валюта своп — плюс 34%. Среди деривативов бурно растут процентные инструменты, хуже растут индексные. О чем это говорит?

О том, что, наверно, сейчас наступила эра процентных продуктов (в меньшей степени акций). Но процентные продукты — это тоже часть фондового рынка. Мы часто говорим о фондовом рынке, имея в виду в первую очередь рынок акций, который во всем мире переживает не лучшие времена (за исключением, может быть, англосаксонских рынков в последние пару месяцев). Но есть еще и процентные продукты. Есть новые продукты, которые растут

существенно активнее и быстрее, чем, условно говоря, старые продукты. ОФЗ для Московской биржи — относительно новый продукт в том смысле, что мы допустили «Евроклир» и «Клирстрим» на этот рынок практически с начала года. Это был рискованный шаг. Рискованный потому, что мы рискуем потерять часть «пирога» от клиринга, потому что ряд операций будут происходить на международном ОТС и там «неттиться». Мы пошли на этот риск в надежде, что пирог в целом станет еще больше, и мы получим в результате и большую долю от него, и большой оборот. Так и получилось.

Выросли обороты биржи по направлениям, которые связаны с захватом относительно новых рынков. Валютные свопы фактически конкурируют с инструментами межбанковского денежного рынка (в России эти инструменты используются как метод управления ликвидностью). И сейчас рынок валютных свопов растет: интересная тенденция.

Тенденция на рынке акций остается достаточно негативной. Но смотрите: апрель стал лучшим месяцем для коллективных инвестиций за последние пять лет. Приток огромный — 2,5 миллиарда рублей. В основном выросли фонды, которые торгуют облигациями. Значит, такова сегодняшняя ориентация клиента, ориентация инвестора. И понятно почему: упал аппетит к риску. Изменился рынок. Помните знаменитые семь тучных лет [перед кризисом], когда рынок рос постоянно? Это был с очевидностью рынок продавца: покупатели были готовы идти в тундру, в тайгу, чтобы, не боясь никаких трудностей, отлавливать новые активы, которые способны впоследствии вырасти. Сейчас — рынок покупателя. Покупатель ждет, когда к нему придут, когда его убедят, расскажут, причем желательно несколько раз.

Что это означает для инфраструктуры? Мы должны быстрее адаптиро-

ваться. Я бы тоже предпочел, чтобы многие наши реформы произошли раньше, но они происходят сейчас. Так получилось. Но увеличение оборотов по некоторым направлениям дает неплохой результат. Это результат того, что некоторые изменения в инфраструктуре уже происходят. Они готовились раньше и стали выстреливать сейчас.

Напомню вам, что в конце года появилась новая ИТ-платформа срочного рынка «Спектра», биржа запустила репо с центральным контрагентом, запустила T+ (пока параллельно с T+0, но тем не менее в работающем боевом режиме), НРД стал полноценно выполнять функцию центрального депозитария, «Евроклир» и «Клирстрим» проводят операции по ОФЗ. После последних анонсированных решений, связанных с корпоративными облигациями, надеемся, что и корпоративные облигации тоже станут такого рода инструментом. Международные кастодианы активно открыли счета в ЦД. Это значит, что требование американских регуляторов 17-f7, по-видимому, выполняется, (каждый кастодиан решает это сам для себя). То есть ряд инфраструктурных изменений начал давать результаты уже сейчас.

Понятно, что инвесторское общество достаточно консервативно, инвестор не бросается моментально использовать возможности, возникшие вслед за изменениями инфраструктуры, ему требуется дополнительное время. Но что-то все-таки происходит. Мы смотрим на наше соотношение с Лондоном, оно нас не устраивает. Оно нас категорически не устраивает! Хотя с начала года оно немножко изменилось. Если в начале года наша доля по операциям составляла (вместе с ОТС) 51%, то сейчас это 60%. Если считать без ОТС-рынка, то в начале года наша доля была 54%, сейчас 59. Это не очень много. Но нам бы хотелось надеяться, что это уже определенный тренд.





Апрель оказался у нас совершенно ударным месяцем, особенно по тем направлениям, о которых я сказал.

Что мы сейчас собираемся делать? Самый главный вопрос — это не столько действия в поисках дальнейшего развития, сколько приоритизация того огромного количества идей и проектов, которые уже есть. Это лучшая ситуация, чем у большинства иностранных бирж, но это не очень хорошая ситуация с точки зрения того, что у Московской биржи не хватает ресурсов. Но зато у нас есть замечательный ресурс в виде комитетов пользователей, с которыми мы можем заранее апробировать и обсудить очень многие из наших главных вопросов.

Давайте скажем несколько слов о T+, о котором говорят больше всего. Во-первых, T+ — это условное название. Потому что оно означает не только изменение даты валютирования, но также изменение правил риск-менеджмента, правил клиринга. И означает также добавление большего количества функционала, которого раньше не было. В ближайшем будущем биржа планирует ввести адресное репо с акциями, возможность 100%-ного обеспечения в валюте, возможность торговли неликвидными бумагами со 100%-ным обеспечением, новую датировку репо. Это, кстати, даст хорошую возможность создать мостик между T+0 и T+2 с точки зрения денежных потоков и расширить список бумаг, которые будут торговаться в T+.

Мы будем вводить другие дополнительные функции, мне кажется, принципиально важные для инвесторов, российских и иностранных. Для российских инвесторов, которые не привыкли к мгновенному управлению ликвидностью с помощью ценных бумаг (в том числе, что сегодняшняя продажа дает возможность получения сегодня же денег), будем создавать

возможность так называемого early payment — получения средств раньше на определенных условиях. Для иностранцев (и для российских компаний тоже), чтобы элиминировать разницу между ADR и российскими оригинальными акциями, будем создавать возможность достаточно быстрой конверсии из ADR в акции по результатам клиринга. Будем создавать возможность расчетов в долларах и так далее.

Все это большие этапы, которые можно назвать и T+. В принципе мы говорим об изменениях в регулировании, в инфраструктуре, в правилах торговли фондового рынка. Понятно, что многое будет определяться не только развитием инфраструктуры. Когда экономический рост на развивающихся рынках существенно опережает экономический рост на рынках основных доноров, то понятно, что многие из инвесторов закрывают глаза на качество инфраструктуры. Когда в России был замечательный рост несколько лет назад, то никто не спрашивал нас особенно активно ни про T+, ни про центральный депозитарий, ни про нюансы налогообложения. Когда же объявляют, что экономический рост в России в ближайшее время предполагается порядка 1,6–1,85, то есть не очень далеко убежал от американских показателей, то, соответственно, американский инвестор не очень понимает, зачем в Россию идти, и даже просто изучать возможности российской инфраструктуры и регулирования. Может быть, возможности даже великолепные, но это — due diligence, это стоит денег.

Тем не менее, мне кажется, что шансы на развитие рынка у нас есть всегда, тем более за счет диверсификации нашего рынка, за счет диверсификации продуктов, в том числе Московской биржи. Как я уже говорил, где-то проигрывая на рынке акций, мы выигрываем на рынках

продуктов с фиксированным процентом, на ряде деривативов. Заметьте, эти изменения происходят в действительно тяжелой среде. Отток средств из России с рынка капитала в первом квартале оценивается в цифру порядка 26 миллиардов долларов. Это при том, что за весь прошлый год отток составил порядка 53 миллиардов. И это на фоне истории с Кипром, то есть могло бы быть намного хуже.

Поэтому мне кажется, что у нас есть основания для оптимизма — при условии соблюдения двух очень важных предпосылок.

Первая предпосылка — что мы не снижаем темпы наших изменений, активно предлагаем их рынку, соблюдаем наши договоренности и обещания, в том числе обещания о хороших бонусах тем, кто первым врывается на новый рынок (такой, например, как рынок T+) и активно на нем работает. Второе условие, что мы это делаем вместе как с участниками рынка, так и с регуляторами. Очень много вещей требуют реальной гармонизации. Сейчас, например, сложилась ситуация, когда на рынке T+2 есть ряд очень активных участников, а есть те, кто менее активен. То есть они явно попробовали технику T+2 на собственных операциях, но явно еще не привели клиентов. Значит, у кого-то из брокеров есть технические проблемы с клиентурой, кто-то боится рисковать, кто-то действительно ждет, когда в новом формате появится существенно большие обороты. Но это взаимосвязанные вещи.

Коллеги, пока вы не придете на новый рынок — оборотов там не будет. Поэтому нужно договариваться. Мы договорились с НАУФОР, что следующее заседание НАУФОР будет по теме риск-менеджмента на бирже. Про эти планы мы поговорим дальше. Здесь тоже планируются существенные изменения, но без быстрых революций, не кавалеристской атакой. И, безусловно,

нужна гармонизация с регулятором. Сейчас выходят новые правила листинга, в создании которых биржа играла существенную роль. Понятно, что отдельные участники рынка, особенно представители коллективных инвестиций, жалуются. Для них в новых правилах есть некоторые неудобства, которые закрываются не так сложно, но это требует времени и нашего обоюдного взаимодействия.

Биржа — это посредник среди посредников. Говорите, что вам нужно от биржи, давайте делать дело вместе.

Спасибо.  
**Денис Соловьев («Альфа-банк»).** Мы довольно давно и, как мне кажется, успешно сотрудничаем с Московской биржей. И за последний год наблюдаем совершенно удивительную активность. Удивительную в том смысле, что имеет место большая интенсивность проектов — с разной степенью их проработки. Иногда проекты начинаются (как, например, T+) и движутся биржей с такой энергией, что некоторые технические детали прорабатываются уже в процессе. Сейчас мы наблюдаем примерно такую же ситуацию в проекте репо с центральным контрагентом. Целесообразность введения T+ я не хочу обсуждать, потому что очевидно, что есть сегмент инвесторов, который выиграет от этого, а есть те, которым это не очень удобно, то есть те, кто не видит большой разницы, но видит совершенно очевидные затраты. Мы пока тоже видим в основном затраты и незначительную активность на этом все еще тестирующемся участии на рынке. Мы совершили несколько транзакций, готовимся к тому, что наши клиенты начнут торговать на этом рынке, настраиваем системы, настраиваем шлюзы.

Очевидно, что позициями нужно управлять. То есть когда ты торгуешь с центральным контрагентом, то в клиринговый пул все сделки (допустим,

сделки репо) не включаются. Это было понятно достаточно давно. Но реальная степень проработки проекта низкая. Это, а также низкая степень формализации проекта ведут к тому, что энтузиазм в отношении вхождения в рынок с центральным контрагентом, при том, что с 1 июля T+0 исчезает, невелик. Это напрягает и участников рынка, и «Альфа-банк» как посредника, и наших клиентов. Но мы надеемся на то, что в очень короткий промежуток времени два рынка синхронизируются. Что на рынке репо появится возможность делать сделки с центральным контрагентом, унифицируется набор инструментов на обоих рынках.

Конечно, хотелось бы выигрывать, а не проигрывать. Пока же мы видим, что с точки зрения управления cash flows, то есть остатками на различных сегментах биржи, «Альфа-банк» как брокер не выигрывает. То есть в принципе в целом мы видим движение в правильном направлении. И я думаю, что через год, если все пойдет успешно и технологии клиринга не отстанут, то эффект проявится. Но в моменте мы наблюдаем, что тот выигрыш, который планируется от частичного преддепонирования, скорее, не наступает для нас, потому что приходится держать ликвидность на различных сегментах рынка, и мы не можем управлять этой ликвидностью с той степенью активности, с которой хотелось бы. Поэтому когда на бирже обсуждалось репо с центральным контрагентом, то мы просили, скажем так, учесть, что технологии клиринга, которые биржа применяет, должны быть доработаны.

И может быть, приоритет этого направления должен поменяться (в части ресурсов тоже): например, что сделки на этом рынке совершаются с разными участниками, но чтобы и все остальные сделки могли включаться в клиринговый пул. Это технически большая задача, но, как мне кажется, если мы оставляем и многосторонний



клиринг, и центрального контрагента, то это перспективное направление, куда стоит двигаться.

Есть определенная угроза поспешного внедрения репо с центральным контрагентом. На этот рынок могут получить доступ клиенты брокеров. Соответственно, брокеры, которые сейчас получают 60-80% доходов от маржинального кредитования, могут увидеть совершенно другую экономику, если их клиенты получают доступ к ликвидности (которая, наверно, будет предоставляться по индустриальным стандартам и ставкам). Соответственно, кредитоваться у брокера может оказаться невыгодным.

Плюс появляется еще такая угроза, когда налаженная система риск-менеджмента, то есть управления рисками при кредитовании клиента, будет нарушена, потому что клиент будет принимать риски еще в каком-то месте, но на том же рынке. То есть плечо может изменяться произвольным образом, и брокер не будет иметь возможности контролировать эту ситуацию. Как с технической точки зрения ограничить эту возможность для клиентов брокеров, я не знаю. Прошедшее на бирже совещание тоже не привело к очевидному решению. И поэтому у тех, кто участвовал в этом заседании, возникло большое желание формализовать со стороны биржи описание того, как будет работать этот рынок.

Далее хочется отметить, что все новые инфраструктурные вещи в принципе делаются совершенно правильно и рано или поздно приведут к результату. Но приоритетность этих проектов и их плановость пока вызывают вопросы. То есть нам как участникам рынка хочется большей четкости, потому что нам нужно настраивать систему.

У биржи есть свои планы, свои KPI, и понятно, что хочется делать быстрее, лучше, всё и сразу, но у нас тоже ресур-

сы достаточно ограничены. И ваши ограничены, и наши ограничены тоже. Поэтому чтобы иметь возможность распределять ресурсы на таком сложном рынке, где доходы как минимум стагнируют, хотелось бы, чтобы биржа озвучивала свои планы заранее, и это были четкие планы развития на разных рынках, внедрения разных продуктов так, чтоб брокеры могли подстраиваться.

Это что касается инфраструктуры. Но помимо инфраструктурных вещей есть много разных вопросов к развитию рынка в целом, к тому, какие сегменты рынка развиваются и где. У нас тоже есть большое сожаление по поводу того, что ликвидность перетекает на другие рынки, и российские брокеры выводят клиентов на зарубежные рынки. И есть большие вопросы с точки зрения мотивации к тому, чтобы приводить клиентов на локальный рынок, — имею в виду различные схемы DMA, через которые приснопамятная Надя Грошева, деятельностью которой я тоже живо интересуюсь, делает свои инвестиции на зарубежных рынках.

Вся эта ситуация требует более плотной работы с российским инвестором и понятных выгод, которые российский брокер может получить от поддержки локального рынка. В принципе в условиях глобализации эта выгода должна быть настолько очевидной, чтобы темы для обсуждения даже не возникало. Появляется некий пул брокеров, которые, допустим, являются первичными клиринговыми агентами, у этих брокеров появляется распределенная ликвидность, и брокеры начинают заводить клиентов именно на локальный рынок не только за брокерскую комиссию (неуклонно стагнирующую), но и за дополнительную ликвидность. Которую можно использовать еще каким-то образом, которая дает мультиплицирующий эффект. Мне как представителю не чисто брокера,

а еще и банка понятно, как можно на этом зарабатывать. И понятно, что ликвидность, распределенная по кругу первичных клиринговых агентов, в том числе, снижает риски центрального контрагента.

А риски центрального контрагента — это отдельная тема для разговоров, и тем достаточно сложная. Но, как мне кажется, здесь есть о чем поговорить и подумать и есть чем поделиться, чтобы что-то получить взамен.

Спасибо.

**Александр Афанасьев.** Спасибо большое!

Мы часто ведем подобного рода диалог не только на форумах, — но также на совещаниях, на встречах, на пользовательских комитетах и так далее.

Замечание о том, что биржа подчас действует слишком быстро, принимается. Хотя меня это радует чуть больше, чем [если бы прозвучало] замечание о том, что мы ничего не делаем или делаем слишком медленно. Тем не менее скорости изменения приводят иногда к тому (абсолютно согласен), что было бы гораздо удобнее начинать проект T+ с выстроенным *road map*, где ровно по датам прописано абсолютно каждое мероприятие. У нас была альтернатива (Рубен Абелович [Аганбегян] не даст соврать) такого рода. Биржа могла сказать пользователям: ребята, мы сейчас займемся унификацией процессов ИТ-платформ, на их основании сначала создадим технические возможности, затем опросим всех вас, пройдя по каждому сегменту наших клиентов. А клиенты все очень разные (есть ритейловые банки, есть неритейловые брокеры, есть иностранцы такие, другие, я уж не говорю про УК, это отдельная история). Так вот, у каждого из клиентов соберем пожелания, да еще постараемся к этому времени изменить регулирование. И тогда вы получите отличный, великолепно продуманный T+. Но года через два с половиной.

Это было бы очень комфортно для биржи — сделать так. Но на тот момент мы приняли другое решение — что да, будем заниматься разведкой боем, потому что на российском рынке такого масштабного переключения с одного режима на другой пока не было. Мы как в космос улетаем. Вспомним, как было непросто на валютном рынке, когда на нем переводили расчеты и операции. Мы пошли этим путем, мы об этом вам честно сказали, поэтому упрек принимается, но альтернатива была хуже.

Что касается времени закрытия T+0, то это один из элементов всей нашей программы. Многие из тех нынешних участников (а их сейчас порядка 80), кто уже поработал в T+, говорят, что у них нет принципиальных проблем с техникой T+, но есть принципиальные проблемы с закрытием T+0. Это тоже сложный процесс.

Как мы всегда заявляли, конечно, биржа будет принимать решение по готовности рынка относительно закрытия T+0 вместе с брокерами. Это однозначно. И мы будем детально обсуждать вопросы и по риск-менеджменту, и по клирингу, и по клиринговому членству.

Совершенно согласен — клиринг сам по себе (как и расчетно-кассовые операции в России сами по себе) не являются доходным, прибыльным и рентабельным делом. Поэтому на Западе они сконцентрированы в небольшом количестве организаций (кстати, там они тоже не очень рентабельны). Доходность берется от масштаба бизнеса, то есть от огромного количества операций. Почему банки это делают? Потому что они видят в этом два преимущества. Во-первых, как справедливо было сказано, они отдают остатки и ликвидность, возможность управления ликвидностью, в том числе для кредитования клиентов. И во-вторых, обеспечивают доступ клиенту к расчетно-кассовому

обслуживанию, то есть по принципу «коготок завяз, птичке конец». Далее этому клиенту будет предложена вся группа продуктов, он уже не вырвется из нежных лапок кредитной организации.

Вот маленькие брокеры этого второго-то и боятся. Они боятся, что потеряют клиентов, что доступ к их клиентам возникнет у крупных клиринговых членов. Поэтому мы нашу клиринговую реформу будем проводить не революционным путем, но с учетом интересов всех участников рынка и с учетом гармонизации, в том числе с законодательством и с регуляторами. Потому что небольшим брокерам тоже нужно обеспечить выживаемость, другими способами, как, например, возможность иметь другой тип лицензии с другими требованиями.

Спасибо еще раз за очень ценные замечания!

**Алексей Тимофеев.** Я чувствую себя немножко двусмысленно, когда сейчас веду переговоры с биржей, настаивая на том, чтобы некоторые изменения принимались бы в более медленном темпе. Могу сказать, что да, изменения — это отлично. Согласен с подходом Александра. Это лучше, чем если бы мы критиковали биржу за то, что она вообще ничего не делает после объединения. Биржа делает очень много. Среди того, что мне трудно оценить, она делает очень важные и приоритетные вещи и делает их в энергичном темпе. Давайте обсудим эти вопросы. Нетрудно договориться, как именно это сделать.

**Жак дер Мегредичян.** Я начну на негативной ноте, а закончить постараюсь конструктивно и дать несколько идей, не глобальных, а приземленных.

Мы знаем некоторые глобальные проблемы нашего рынка, которые не нравятся иностранным инвесторам, не будем упоминать их еще раз. Скорее всего, проблемы не будут решаться быстро. Скорее всего, в следующие





годы на рынке будет реализовываться тенденция на понижение. Ставки, близкие к нулю, и наличие большого количества денег в какой-то момент могут «вынести» все рынки. Есть мощные внешние факторы. Поэтому не нужно переоценивать то, чего мы можем добиться здесь. Мне кажется, что к сегодняшнему моменту (то есть в посткризис) многие инвесторы или уже потеряли деньги на фондовом рынке, или очень испугались этого рынка еще в 2008 году.

Ставки банковских депозитов в России сейчас достаточно высоки. Тогда как на российском рынке ценных бумаг не видно возможностей для первичных размещений огромного количества локальных компаний-чемпионов, которые могли бы в будущем вырасти и [акции которых] являлись бы дешевыми. Каждый раз, когда встает этот вопрос, все вспоминают компанию «Магнит». Но эта компания после размещения уже стала дорогой (заслуженно дорогой). Других примеров мало.

Какой можно сделать вывод и где есть пространство для креатива?

С точки зрения интересов российского фондового рынка надо все-таки продвигаться по линии внедрения ETF, потому что это дополнительная ликвидность, которая может быть интересна всем категориям инвесторов, и это удобный инструмент. Я думаю, уже пришла пора для того, чтобы крупные ETF на российские активы находились не за пределами России, а торговались бы на российских площадках. Здесь есть еще немножко пространства для регулирования, но это однозначно важная тема.

Второй важный момент — это финансирование компаний, которые на сегодняшний момент не могут финансироваться через биржу. Я говорю о средних корпорациях. И это проблема не только России, это мировая проблема. С одной стороны, такие бан-

ковские кредиты, которые выдаются на Западе, в России получить сложно. Здесь ставки по кредитам составляют 15%, и непонятно, какие сектора могут выживать с такими кредитами. Но если у компании меньше 150–200 млн долларов оборота, то она не сможет поднять деньги и через капитал, а если у нее меньше миллиарда — то через облигации. Есть, конечно, исключения — интернет-компании и прочее. Но потребность [в финансировании у средних компаний] есть.

Есть международные примеры [решения этой проблемы]. Лондонская биржа подняла 300 миллионов фунтов на облигациях, [размещенных] напрямую у частных и мелких инвесторов. Есть страны, где уже начинает развиваться краудфандинг или другие средства.

Здесь, в России, эта тема неочевидна. Но она реально важна для страны в целом и может быть интересным направлением и для средних компаний, и для инвесторов. То есть компании [с капитализацией] от 20 до 100 миллионов долларов могли бы привлекать деньги через биржу. Мне кажется, этот способ будет однозначно продвигаться в следующие пять лет во всем мире. И я думаю, России имеет смысл обратить на это внимание одной из первых и реализовать этот интерес в конкретном проекте. Мне кажется, у частных инвесторов тоже есть интерес к этой теме, потому что такие размещения — это конкретные предприятия, конкретные бизнесы. Это людям ближе, чем понимание, скажем, того, надо или нет сейчас покупать «Роснефть».

Что может быть сделано на уровне государства? Например, во Франции, если вы инвестируете в среднюю компанию и держите эти акции пять лет, то можете списать с налогов половину суммы, которую вложили. То есть при ограничении суммы [списаний] 40 тысячами евро, ежегодно инвестируя 80 тысяч евро, человек получает возмож-

ность 40 тысяч списывать с налогов. Во Франции это более важно, чем в России, потому что там налог не 13%, а выше. И списывается не с налогооблагаемой базы, а просто с налогов. Если инвестор в течение пяти лет выходит из этой компании, то должен вернуть тот плюс, который получил. Этот механизм становится интересным для средних компаний, потому что они могут привлекать деньги на хороших условиях. А для частного инвестора это означает, что если компания через пять лет упадет в цене, то он на вложении все равно заработает.

С точки зрения облигаций. Тот факт, что российские рублевые облигации торгуются на бирже, был удивителен в прошлом, но становится плюсом сейчас. Но сегмент облигаций надо развивать. Здесь, естественно, есть проблема высокого уровня ставок по депозитам в банках, которая мешает этому процессу. Но можно внедрить специализированные облигации для ритейла, где люди могут покупать бумаги не за 100 тысяч долларов, а, например, за 100 тысяч рублей. Еще раз напоминаю, что Лондонская биржа подняла почти полмиллиарда долларов непосредственно через ритейл, выпустив бумаги стоимостью несколько тысяч фунтов в среднем. По оценке LSE, они сделали размещение в среднем на 1% дешевле, чем если бы сделали это через пул банков. Эта тема будет развиваться. Она кажется теоретической, но она реально нужна экономике. Потому что я не вижу, как может развиваться экономика страны с кредитными ставками под 15%. Лично я так зарабатывать деньги не умею, хотя, может, есть какие-то отдельные истории.

У меня была еще одна идея, как вернуть интерес частных инвесторов к рынку. На сегодняшний момент существует уровень гарантии в 700 тысяч рублей на банковский депозит частного лица. И депозиты частное лицо может открыть в 20 банках, если хочет. Почему

бы не рассмотреть вариант такой гарантии при привлечении частных инвесторов на фондовый рынок? Гарантия распространялась бы на облигации, которые могут выпускать те банки, в которых размещены депозиты. Это позволит людям не бегать по 20 банкам, а просто покупать их бумаги на рынке. Если гарантия существует для банков, то почему бы не применить такой же подход для топ-50 системообразующих компаний?

Не думаю, что в ближайшее время 850 тысяч счетов частных инвесторов превратятся в три миллиона. А значит, нужно придумывать новые идеи. Почему бы не дать людям вкладывать деньги при определенной поддержке государства. Эмитент тоже будет платить за это, деньги будут работать, а не просто лежать на депозите.

Спасибо.

**Сергей Васильев («Русские фонды»)**. Мне немножко странно слышать все эти идеи о том, как привлечь на фондовый рынок частного инвестора (потому что именно его не хватает, чтобы запустить маховик роста). Здесь выступил замминистра финансов Моисеев, который привел в пример самолет, который летел, затем у него кончилось топливо, а он по инерции еще летел, но почти уже должен был упасть. Но правительство в курсе ситуации, все встречаются и вот-вот поймут, что делать. Я все ждал, так что же именно дальше делать-то надо? Что же сказал Моисеев? Нужно, чтобы частные инвесторы шли на рынок, потому что только они спасут падающий самолет.

Но, господа, если в самолете кончилось топливо, то, как пассажиры могут его спасти?

Это к вопросу о том, что наш реформистский зуд (и объединение бирж, и вводом разных клиринговых систем, и подключение к «Евроклиру» и прочее) не заменит тот негативный фон, в котором мы находимся. А фон — это

жесткая кредитная политика, которую проводят Центральный банк и правительство. В России ежегодный отток капитала, процентные ставки здесь весьма высоки. Центральные банки всего мира снижают процентные ставки и довели их до нуля. А мы, борясь с инфляцией, держим их на таком высоком уровне, что никакими реформистскими усилиями брокеров, инфраструктуры и прочих не изменить эту ситуацию. Если все другие центральные банки делают все, чтобы свои средства оставлять внутри страны, то мы делаем все, мне кажется, чтобы их переводить. У нас бассейн, из которого вода (то есть ликвидность) ушла, а мы говорим участникам: плавайте, плавайте. Вся вода уходит на западные рынки, и мы потом задаемся вопросом «почему наши эмитенты идут на Запад?».

Тут Алексей привел пример компании Qiwi, которая хорошо разместилась на бирже Nasdaq, привлекла почти 200 миллиардов долларов. Но это же отчасти наши доллары, которые разместили наши суверенные фонды, — но в американские облигации и держат их на западных рынках. Мы размещаем собственные резервы на западных рынках, а потом удивляемся, что наши эмитенты идут туда за этими же ресурсами.

Пока макроэкономическая политика правительства, Центрального банка не изменится в сторону сохранения ресурсов внутри страны, никакие наши реформаторские усилия по улучшению инфраструктуры, изменению всех процедур, не дадут эффекта. Более того, мне кажется, они только усложняют весь процесс. Потому что разве Т+, «Евроклир», клиринг сейчас облегчают доступ частного инвестора на фондовый рынок? С моей стороны это только замечание. Здесь нет представителя Центрального банка. Интересно было бы услышать Сергея Швецова. Как, по его мнению, можно реформаторскими усилиями изменить политику





Центрального банка по размещению валютных резервов на Западе.

Возвращаясь к тому, что сказал Жак, — когда ставка по кредитам составляет 15%, то о каком росте и, соответственно, сохранении финансовых ресурсов внутри страны можно говорить.

Мой вывод достаточно пессимистичен. Если не изменить политику в этом вопросе, то, к сожалению, лишь реформаторскими усилиями брокеров сделать что-то будет очень сложно.

Спасибо.

**Рубен Аганбегян (ФК «Открытие»).** Не буду заниматься критикой, кто виноват — ЦБ, правительство или государство, — но определенный диссонанс возникает. Откуда диссонанс?

На этой конференции, я наверно, в третий или четвертый раз. И каждый раз не в последнюю очередь из-за доклада Алексея. Потому что это один из лучших summary температуры по больнице. Каждый год он примерно одинаково депрессивен. Иногда хуже, но хуже ненамного. Я хочу сказать, что он был плох еще четыре года назад. Просто плохо то, что на самом деле ничего не меняется. И мое личное ощущение, что проблемы не в T+, или не только в T+. Инфраструктура де-факто работает с тем, что есть. Когда река обмелела, то какая вода есть, с той и работаешь. Если построить ГЭС нечеловеческого размера, то от этого река не наполнится водой.

У меня глубокое ощущение, что есть действительно опасная тенденция — уход российских компаний-эмитентов на Запад. И размещение их на западных площадках промутируется определенным образом. «Мы [после размещения вне России] — не обычная российская компания, мы-то будем к вам относиться со всем уважением; а вот всем тем компаниям, которые остались в России, на инвесторов наплевать, они делают что хотят и дивиденды не платят». Вот эта тенденция наблюдается совершенно явно. И мне кажется, она растет от фунда-

ментальных вещей — неуважение к закону, попрание судов, инвестиционный климат ниже некуда. Полное неуважение к таланту предпринимателя со всех точек зрения — и, соответственно, 15%-ный ему кредит, а затем, условно говоря, и срок. Вот те фундаментальные вещи, которые приводят к тому, что мы можем запустить сколь угодно много репо с ЦК и евроклиров. Но если нет базиса, то что бы мы ни придумали, к сожалению, примагнитить сюда не удастся.

Не знаю, что делать с фундаментальными причинами. Швецова нет, можно спокойно это обсуждать. *(Смех в зале.)* Но у меня предложений нет. Однако считаю, что надо продолжать заниматься двумя важными вещами.

В частного инвестора я не верю. Мы смотрим на цифру 835 тысяч [численность частных инвесторов, зарегистрированных на Московской бирже]. У нас произошел мощный рост с 817 тысяч инвесторов до 835. Это мы еще не говорим о такой категории, как активные клиенты. *(Шум в зале.)* А, мне подсказывают, что таких 60 тысяч. Ну вот.

Если мы не хотим самороспуска НАУФОР, то мое предложение — концентрироваться на системах коллективных инвестиций. А именно, пенсионные схемы, страхование жизни и, видимо, ПИФы. Несмотря на то, что рынок нас покидает и уходит в Лондон, Нью-Йорк и куда угодно, мне кажется, у нас остается важный потенциал. Страна продолжает зарабатывать деньги, и эти деньги продолжают частично распределяться между ее населением. Алексей говорил, что мы одна из самых богатых стран БРИКС по ВВП на душу населения, и эти деньги нужно собирать.

Можно, конечно, внять настойчивым просьбам некоторых брокеров и сделать на Московской бирже шлюз прямоком на Лондонскую биржу. Но из позитивных вещей я бы предложил концентрироваться на пенсионной системе, страховании жизни и прочих методах коллективного творчества.

Константин Корищенко (АКБ «Инвестбанк»). С моей точки зрения, что бы ни делалось, действие должно иметь логику и не быть внутренне противоречивым. Несколько раз в той или иной форме повторялась фраза про ликвидность, что река обмелела. Но когда река мелеет, не строят ни каналы, ни шлюзы, — а строят дамбы. Выбран странный путь повышения ликвидности (хотя любая аналогия хромает).

Если следовать этой логике, то какой может быть T+n? Частному инвестору ничего, кроме T0, не нужно. Если уж мы хотим [привлечь на фондовый рынок] частного инвестора, то давайте оставим T+0. Это я к тому, что действия не должны быть самоценными, не важно, быстрые они или медленные, но они должны иметь хоть какую-то логику. Если действия внутренне противоречивы, то никуда не ведут.

Теперь несколько слов по поводу состояния рынка или инфраструктуры. Если бы такая дискуссия велась года два-три назад, то обсуждение имело бы смысл. Сейчас эта тема актуальна разве что в контексте фразы насчет построения шлюза на Лондонскую биржу.

Давайте посмотрим, за счет чего сегодня может развиваться рынок. Все здесь сидящие знают, что любой мало-мальски зажиточный российский гражданин получает разные предложения по инвестированию своих средств. И среди этих предложений практически нет механизмов по инвестированию через локальные инструменты. Если люди имеют свободные средства, то все это сидит в депозитах. Я лично был свидетелем обсуждения в одном из крупных российских банков, когда менеджер по работе с зажиточными клиентами говорил своей клиентке примерно такую фразу: «Я вообще в ценных бумагах ничего не понимаю. Положите на депозит, и все будет хорошо!»

Конечно, это банальный пример, но такая общая логика сейчас достаточно сильно присутствует.

Если мы говорим о внешних инвесторах. Я был свидетелем выступления представителя компании MSCI, который рассказывал, что если в 90-х годах основные портфели строились по принципу «локальные акции плюс внешние индексы», в нулевых это были внешние индексы разных стран, то сейчас это различные индексы практически без привязки к странам. То есть сегодня происходит переход к инвестированию в отрасли в целом (вне зависимости от географического положения). И в этом плане внешние посредники сегодня фактически уже не особенно воспринимают страновые риски.

Фондовый рынок России развивался как результат первичной приватизации и нескольких послеприватизационных толчков, но больше никаких позитивных историй здесь не случилось. И когда мы говорим о людях, которые инвестируют деньги в акции, то давайте все-таки вернемся к основам. Инвестирование в акции — это на самом деле соучастие в бизнесе. Вот статистика первого квартала 2013 года — в стране на 40% меньше открытых новых малых и средних предприятий. Когда нет желания и стремления вести бизнес, то никакой логики инвестировать в рынок капитала, в акции практически нет. Поэтому инфраструктура, стоящая между объектом и субъектом инвестиций, конечно, важна, но только тогда, когда субъект ищет объект. Если связь между субъектом и объектом пропадает, то вопрос инфраструктуры становится несколько умозрительным. Как говорила Алиса: «если все равно куда прийти, то все равно куда идти».

**Олег Михасенко (ФГ БКС).** Сначала отвечу бирже, потому что мы активные участники этой площадки.

После того как дискусию по T+2 прекратили, что получилось дальше? Биржа для меня — это продукты, и риски. Это две составляющие. И для компании БКС — не как для ритейлового брокера, а как для участника фондового рынка — они важны обе. Вот биржа





дошла до [внедрения] T+2 и сказала [брокерам]: «ребят, а мы тут решили еще центрального контрагента сделать, и такого контрагента, какого еще в мире нету».

Сейчас биржа берет на себя все риски за неисполнение любым участником сделки репо. Но объясните механизмы того, как это делается, кто возьмет на себя убытки? Ну понятно, что за биржей стоит Центральный банк, и возможно, он скажет, что за всех заплатит. Но честно говоря, нашу компанию это не устраивает. Мы хотим видеть, какие есть риски, что может произойти в случае дефолта. Ведь уже говорилось о том, что [новый формат посттрейдинга] вообще может поменять рынок. И представитель Минфина говорил здесь, что T+2 — это такая вещь, которую биржа запустит, и все поедет. Но ничего не поедет. Количество денег не увеличится, количество инвесторов не увеличится, ничего здесь не поменяется. Конечно, T+n — это полезная вещь, об этом уже никто не спорит, но необходимо делать ее комплексно. Завести полностью клиринг для сделок репо, вообще ввести полностью всю линейку. А биржа все бежит и бежит. То, что запускается с 1 июля и с 1 сентября, принципиально ничего не поменяет. Тем более мы сейчас должны получить законы и правила, как мы видим своих частных инвесторов, [как будет устроено] регулирование по маржинальной торговле, как будем считать плечи и все остальное.

Алексеев хочу сказать спасибо за хороший доклад. Жалко, что в нем не было данных по банкам. Потому что фондовый рынок тесно связан с банковским. На банковском рынке уже почти на 13 триллионов депозитов. Фондовый рынок стагнирует, а банки растут. То есть количество денег инвесторов постоянно, но они переходят из одного актива в другой. Действительно, сейчас такое время, когда аппетит к риску упал, и мы видим, что постепен-

но деньги переходят в нерискованные активы, и никак не можем на это повлиять. Только меры, принимаемые Минфином или налоговые какие-то вещи могут привести к перетеканию денег в более рискованные инструменты. В данный момент более рискованные активы дают более рискованную доходность на западных площадках, поэтому российские брокеры и управляющие предлагают те активы, где больше доходность, с минимальным риском.

Когда европейский и американский рынок начнут расти, то, хочется надеяться, начнет расти и наш рынок, — тогда появится аппетит к риску. Поэтому бирже сейчас не надо торопиться, надо сделать все правильно.

На Западе абсолютно такая же ситуация — везде упал аппетит к рискованным инструментам. У них сейчас развиваются коллективные инвестиции, они продают фонды с защитой капитала, которых у нас нет даже теоретически. Давайте тоже сделаем в России такие фонды, где инвестор защищен какими-то инструментами, сделаем возможность заводить туда пенсионные деньги — и для страховых компаний, и для частных инвесторов.

То есть коллективные инвестиции и низкорискованные инструменты сейчас в приоритете, и, конечно, на их развитии и нужно концентрироваться.

Спасибо.

**Олег Снегирев («Темп-Инвест»).** Я приехал на этот круглый стол исключительно с целью рассмотрения одного вопроса. Я надеялся услышать, какими будут подходы к индустрии небанковских финансовых посредников после создания мегарегулятора. И я счастлив, что сейчас здесь нет представителей Центробанка. Я просто более чем уверен, что они не знают, какие у них будут подходы. А если они не знают, то, значит, какое-то время брокеры поживут спокойно, без каких-либо потрясений. Если не будет потрясений, о которых я сейчас в двух словах скажу.





Мне очень понравилось выступление Дмитрия Владимировича [Панкина], потому что он, слава богу, ни слова не сказал о том, что надо ужесточать требования к профучастникам. Слава богу.

С самого начала мы говорили о том, что наша задача — это развитие инфраструктуры рынка для привлечения внутренних инвесторов. В частности, с 1 июля биржа вводит систему T+2 и закрывает T+0. Я уже 20 лет работаю с частным инвестором. Я один из элементов инфраструктуры рынка. Вы у меня спросите — мне система T+n нужна?

Может быть, я превышу свои полномочия, но вот здесь сидят брокеры. Поднимите, пожалуйста, руки, кому система T+2 приоритетней, чем T+0? (Аплодисменты в зале.)

И что? А ничего. А потому что кто-то сказал, что если мы введем систему T+2, то к нам набегут западные инвесторы. Я съем десять галстуков, если западные инвесторы прибегут именно поэтому и увеличат свою долю с 0,2 хотя бы до 0,5%.

Вот сейчас тысячи брокеров будут переводить все свои внутренние счета, учет, маржиналку, перерасчет которой еще не вступил в силу, и так далее. Ну да, мы это сделаем, а через месяц-два, через полгода и клиентов приучим работать по этой системе. Сейчас у меня клиент продал бумагу, на следующий день получил деньги. Теперь через новую систему мне клиринговый [член] скажет: займи эти деньги у меня, заплати за это два процента и только тогда сможешь рассчитаться с клиентом день в день.

Так, может, никому из внутренних инвесторов T+2 не нужно? T+0 устраивает всех. Хотите вы отчитаться и бонусы получить, так делайте систему T+2, но оставьте T+0. И потом скажут, что западный инвестор, для которого T+2 сделали, чего-то не бежит, T+2 не работает и загнивает, а вот наш отечественный инвестор с удовольствием работает в T+0 и еще, дай бог, наращивает обороты.

Мы все знаем, почему к нам инвестор не идет. И система расчетов T+2 окажется на 20-м месте среди причин, по которым к нам не приходят западные инвесторы.

Последний пример — ВТБ. Когда он размещался среди частных инвесторов, то по 13 копеек разместился с огромным удовольствием, а потом тоже по 13 копеек скупил у кого-то. Сейчас, когда он размещается по 4 копейки с дисконтом к рынку, он частным инвесторам преимущественное право обрезал, благодаря, в том числе, и нашим думцам. Юридическому лицу подготовить за пять дней 15 нотариально заверенных документов, для того чтобы получить приоритетное право... Вот так выглядит «развитие» инфраструктуры нашего фондового рынка и «привлечение» частного инвестора.

**Олег Вьюгин.** Мы еще обсудим тему введения T+n в дискуссии. Некоторым инвесторам она подходит, некоторым не подходит. Идея, что цель оправдывает средства, пронизывают всю российскую жизнь.

**Роман Горюнов (НП РТС).** Более креативного формата, чем конференция НАУФОР, возможно, на рынке просто нет. Два года назад, помню, мы обсуждали последствия того, что произойдет, если SPO Сбербанк будет проведено в Лондоне. Все случилось как было сказано. Боюсь, что и после нынешней конференции все реализуется.

Сейчас боюсь, что меры по привлечению иностранного инвестора ничего не дадут. Зачем людям идти на рынок, который не растет? В такой ситуации налоговые льготы никого не радуют.

Креатив, предложенный Жаком, может сработать.

А вот привлечение пенсионных средств может убить рынок. Мы помним, что происходило в 2010, когда ВЭБ выходил «поддерживать» падающий рынок.







То же с T+n. Центробанк как кредитор последней инстанции будет использовать эту систему для физлиц. Брокер даст DMA, против ЦБ в «стакане» будет стоять «физик», и получится система финансирования для физлиц. Зачем идти в банк за кредитом, если можно взять деньги у ЦБ по операциям репо?

Дискуссия о мегарегуляторе из разговора о развитии превратилась в разговор о меганадзоре.

Хочется, чтобы наши усилия способствовали развитию бизнеса профучастников. В связи с этим две вещи.

Первая. Клиринговый бизнес может быть низкомаржинальным. Некоторые участники не смогут стать клиринговым брокером.

Вторая. Мы с коллегами работаем над созданием ESN. В этой системе клиент сам выбирает между Россией и Лондоном, а ESN дает ему возможность получить все сразу. Это актуальный ответ и для брокеров, и для клиентов.

**Олег Вьюгин.** Сегодня ситуация ненормальная — и глобально, и внутри страны. Мы запутались с ролью государства в экономике, но это не означает, что надо свернуть все проекты. Индустрию следует развивать.

**Йорг Бонгартц («Дойче Банк»).** Первое. У нас как участника рынка хорошие ожидания связаны с российской инфраструктурой, но пока изменения не вполне синхронизированы с клирингом, особенно по операциям Центрального банка. Кроме того, пока совсем недостаточно используется БЭСП.

Второе. Следует стимулировать внутреннего инвестора. Надо стимулировать потоки мелких средств на рынок, можно запускать проекты, связанные с зарплатой (например, организовать отчисление в пенсионные продукты средств до начисления налогов).

**Василий Фроловичев («Ренессанс Брокер»).** Добрый день, участники круглого стола. Можно по-разному относиться к происходящим изменениям,

но если ничего не делать, скорее всего, ситуация будет ухудшаться. Но изменения — это всегда тяжело. У каждого изменения есть свои плюсы и минусы, и редко решение бывает исключительно положительным. Всегда есть участники, которые заинтересованы больше или меньше.

Я хотел бы сказать несколько слов относительно репо с центральным контрагентом. Если помните, в начале лета прошлого года шло активное обсуждение с ФСФР, с представителями ЦБ РФ, с участниками рынка относительно мер, которые можно предпринять для повышения стабильности фондового рынка в части финансирования участников. И общим решением было то, что ЦБ должен иметь возможность финансировать не только банки, но и небанковские организации. На тот момент такого механизма не было, на сегодняшний момент мы близки к тому, чтобы такой механизм запустить.

Да, я согласен, что есть вещи, которые стоит еще обсудить, и есть определенные риски, о которых участники говорили ранее — но надо всегда взвешивать плюсы и минусы, и их значимость для рынка.

В данном случае плюс касается стабильности, которая появляется в результате доступа участников к более глубокому пулу ликвидности в лице ЦБ — он вполне перевешивает те минусы, о которых мы говорили сегодня.

Что касается рисков центрального контрагента — согласен, они есть. Что касается рисков стабильности — они есть, но биржевую систему риск-менеджмента тоже никто не отменял. Насколько я представляю, правила риск-менеджмента, которые биржа применяет, достаточно жесткие, они находятся в открытом доступе, и участники в открытом диалоге с биржей могут их высказать, и вполне возможно, эти правила будут изменены.



Кроме того, плюс данного продукта я вижу в том, что есть категория участников — как правило, мелких, которые на текущий момент не являются активными участниками рынка репо, в силу того, что контрагенты не могут выставить на них лимиты. Они тоже имеют определенную ликвидность, которую они при возможности могли бы размещать на этот рынок.

С точки зрения доступа конечных клиентов к этому рынку — если мы говорим про крупных VIP-клиентов, которые имеют DMI-доступ на рынок, то если не лукавить, их условия финансирования близки к тем, которые брокер может получить на бирже. В каком-то случае маржа брокера может быть близка к нулевой, в силу того, что на других сегментах брокер зарабатывает больше. С другой стороны, условия финансирования, которые риск-менеджер предоставляет клиентам, могут быть менее привлекательными, чем может предоставить сам брокер. Поэтому я бы поддержал биржу в ее стремлении предлагать рынку новые продукты, потому что стоять на месте мы сейчас позволить себе не можем, это совсем убьет наш рынок. Но оценка в текущем моменте будет не объективной, это можно будет сделать только по прошествии какого-то времени.

**Андрей Звездочкин (ООО «АТОН»).** Несколько мыслей относительно базы частных инвесторов. В чем заключается наше кардинальное отличие от более успешных рынков, в том числе соседей по странам БРИКС: уровень процентных ставок (более высокий) и инвестиционный горизонт. К сожалению, наши граждане не очень верят в перспективы того, что здесь происходит. Поэтому внутренняя статистика показывает: полтора-два года максимум — это средний срок инвестирования в фондовые инструменты.

Что касается ставок, ставки очень высокие. Можно найти 12–13% га-

рантированные государством. И нет смысла инвестировать в акции или облигации на российском сегменте. Почему такие большие ставки, которые превышают уровень инфляции? Объясняется это бумом на рынке потребительского кредитования. Государственные банки стремятся держать рыночную долю и подтягивают их уровень. Плюс к этому они активно занялись инвестиционным бизнесом. Из 500 млн долларов банковских депозитов значительная часть гарантирована государством. Когда нефть пойдет вниз, может повториться 2008 год. Нужно будет выкупать банковскую систему — и есть вопрос, хватит ли денег. Если такой кризис повторится в ближайшее время, об индустрии можно забыть надолго.

Если мы говорим о смелых идеях, может, стоит подумать об ограничении ставок на рынке банковских депозитов. Это будет стимулировать перенос, в том числе, рисков в частный сектор, а не в сторону государства.

В 70-е годы, когда рынок акций в США переживал не лучшие времена, сильно выросли фонды денежного рынка, потому что ставки были ограничены. На этом индустрия прошла, в том числе, тяжелые времена.

**Олег Вьюгин.** Это ценное замечание по поводу депозитов. Мое впечатление — что переусердствовали с гарантией депозитов. Тем более, что есть еще идея поднять планку до 1 млн рублей. Если вдуматься — ради стабильности банковских пассивов государство готово эти пассивы гарантировать. Такое есть в других странах, но там другая финансовая система с точки зрения традиций, качества работы. Гарантировать депозиты под 12% годовых при инфляции в 7% — это политика весьма и весьма странная.

**Жак Дер Мегредичян.** Если выпускать облигации под гарантии АСВ, это будут реально длинные активы. Снять





депозит под 12% можно на следующий день, а вот когда ты выпустил облигации на пять лет — даже если один продал — другой купил... Поэтому деньги никуда не уходят.

**Олег Вьюгин.** Это разумнее, я согласен, если уж идти на гарантирование, то на такое.

**Сергей Лукьянов (ФИНАМ).** Добрый день. Продолжу тему с позиции розничного брокера. Зачем розничный клиент приходит на рынок? Сохранить и приумножить деньги. Самое простое, самое понятное желание. Если наш рынок падает в течение долгого времени, то даже те, кто уже плавает в нашем бассейне, начинают оттуда вылезать. Если есть банки, которые гарантированы государством, с хорошей доходностью — клиенты идут туда. Но на мой взгляд, запрещать что-то на другом рынке будет не совсем корректно. В данный момент облигации, процентные инструменты дают обещанную доходность. Разумеется, инвестор переплывает туда, где доходнее, и эти инструменты легче продать, как и депозиты.

Я выскажусь в поддержку режима T+. Мы одни из первых выпустили своих клиентов на режим T+, мы понимаем выгоду этого режима для брокеров. Это увеличение ликвидности, это освобождение ликвидности, которую тот же клиент может пустить в оборот, и за счет этого вода в бассейне поднимется.

Налоговые льготы, которые долго пробивает НАУФОР, тоже дадут дополнительную возможность вернуться на рынок. Тем, кто уже вылезает из этого бассейна, кто не получил ожидаемой прибыли, введение налогового стимулирования позволяет вернуться и начать инвестировать.

Пока рынок падает, нужно готовиться, улучшать сервис, услуги, потому что как только рынок начнет расти, люди ринутся сюда.



**Анатолий Шведов («Голдман Сакс»).** Инфраструктура — это хорошо, но ничего не сделаешь без скоординированного подхода. Например, когда у человека развивается определенная группа мышц, а другая остается без изменений. У нас довольно часто происходит именно так. Мы сегодня потратили несколько часов на обсуждение продукта T+, но только Йорг [Бонгартц] сказал, что T+ не может эффективно действовать без системы рублевых платежей в реальном времени и внебиржевым репо.

Мы обсуждаем приход «Евроклир» на рынок акций, но мы пока не создали никаких предпосылок пока относительно создания местного инвестора, который формировал бы локальный спрос на рынке акций. Другое дело рынок ОФЗ, где приход «Евроклира» был только плюсом по отношению к рынку, который и так уже существовал.

Мы говорим об организации первичного рынка в России и о привлечении сюда иностранных эмитентов. Но по существующим правилам иностранный инвестор для размещения здесь должен раскрывать список инсайдеров, в который включаются паспортные данные. Для людей, проживающих за пределами РФ, это абсолютно невозможная норма, потому что у них это частная информация, которой никто никогда не будет делиться.

Получается, пока мы работаем над верхней частью торса, а ножки остаются тоненькими, и что получается — оно ходить не будет, оно будет передвигаться на инвалидной коляске.

Возможно, биржа должна брать на себя какую-то координирующую роль в этих проектах, потому что сейчас эта координация необходима как никогда. **Олег Вьюгин.** Как мне кажется, на бирже есть понимание этой проблемы, и НАУФОР этим занимается. Может, стоит больше внимания уделять обсуждению деталей, кажущимся мел-



кими, но которые на самом деле очень важны.

**Сергей Золотарев («Октан Брокер»).**

Мне показалось, что в дискуссии мы обошли довольно важную тему. НАУФОР объединяет в себе и крупных, и совсем небольших участников. И далеко не всех участников в равной степени волнуют вопросы, как мы будем строить клиринг и вводить Т+.

Для большого количества небольших компаний, которые являются посредниками, из обсуждаемых тем самые животрепещущие — это реформа регулирования в связи с созданием мегарегулятора и реформа допуска участников к торгам на Московской бирже в связи с введением Т+. Игнорирование интересов небольших компаний на фондовом рынке при реализации этих проектов могут де-факто вымыть с рынка больше половины профессиональных финансовых посредников.

Мы уже пережили введение множества регулятивных норм, в связи с которыми нам пришлось постоянно расширять штат, увеличивать стоимость бизнеса, взваливать на себя риски всевозможных штрафов, увеличивать собственный капитал. Это уже привело к 30%-ному снижению количества финансовых посредников.

Я хочу напомнить, что инвесторов на биржу, как и эмитентов, приводят люди. Конкретные люди, которые работают менеджерами в компаниях или являются собственниками. Это финансовые посредники. И сейчас мы теряем огромный пласт этих посредников. Можно оправдываться, что таким образом повышается устойчивость, создается современный регулятор для решения каких-то очень важных задач. Мы запрягаем телегу впереди лошади. Де-факто рядом решений последних лет и обсуждаемыми сейчас двумя проблемами мы уничтожаем предпринимательство в финансовом посредничестве. Мы не уничтожаем

само финансовое посредничество, но предпринимательство в нем мы уничтожаем. А когда-то это была самая высококонкурентная отрасль. Особенно это заметно в регионах, где на города-миллионники остался один региональный брокер.

Мы сначала должны были создать условия для выживания или возможность легкого входа в финансовую отрасль. Назовите их как угодно — не надо им депозитарных лицензий, не надо, чтобы они все удовлетворяли каким-то самым жестким требованиям. Пусть работают на базе центрального депозитария и центрального контрагента. Пусть они свои знания и возможности, свои предпринимательские таланты применяют на финансовом рынке. И только тогда эта большая масса посредников сможет привести на организованный рынок инвесторов и эмитентов, которых мы хотим привлечь. Без большого количества предпринимательских талантов эта идея тупиковая.

**Олег Вьюгин.** Алексей, что вы по этому поводу думаете?

**Алексей Тимофеев.** Мой вступительный доклад был довольно пессимистичным. Однако в последнее время было реализовано несколько сильных решений, которые внушают оптимизм. Во-первых, создание центрального депозитария, во-вторых, радикальное упрощение процедуры эмиссии ценных бумаг. Я жду положительного эффекта от этих мер в течение ближайших лет.

В этом году наша задача — добиться принятия налоговых льгот для инвесторов. Мы надеемся, что профучастники и институты коллективного инвестирования смогут воспользоваться отменой НДС на свое вознаграждение: сейчас идет работа над перечнем сопутствующих услуг, который должен быть утвержден правительством. Этот документ находится в высокой степени





готовности и, мы уверены, будет принят до конца года.

Более серьезная налоговая инициатива — освобождение от налога части дохода в случае владения ценными бумагами не менее трех лет. Алексей [Моисеев] уклонился от упоминания цифр: в настоящее время дискуссия идет о том, чтобы по истечении трех лет освобождались доходы в 3 млн рублей и на 1 млн рублей больше с каждым следующим годом владения. Но именно Алексей является инициатором увеличения этих цифр и, таким образом, более убедительных для инвесторов стимулов. Другая инициатива — введение индивидуальных инвестиционных счетов и особых, льготный, режим налогообложения средств, помещаемых на них и доходов от операций по ним. И то и другое, я надеюсь, будет принято до конца года.

У нас есть большая программа с Московской биржей по нормативному регулированию, которая включает в себя эти и многие другие меры. Мы также намерены разработать в этом году законодательство об инвестиционных советниках, а в следующем заняться темой компенсационного фонда для клиентов брокеров.

Если нам удастся реализовать планы на этот год, мы сможем увидеть положительный эффект уже в перспективе следующего года.

**Александр Афанасьев.** Что будет происходить с небольшими брокерами? Если ничего не менять, то процесс их ухода с рынка может быть еще ускорен.

Их модель была рассчитана на постоянный приход свежей крови: и была чем-то вроде расчетно-кассовых услуг для клиента. Выигрывал тот, кто возьмет наибольший объем клиентов.

Есть другой путь, более долгий, им идут на Западе: продавать стратегии. Но хороший продукт требует высокого профессионализма. Мелкий брокер [в этой модели] может стать инвестици-

онным консультантом: зачем ему заниматься клирингом и тому подобными операциями?

Конечно, хорошо бы не менять ничего — просто чтоб Центробанк завалил всю страну дешевыми деньгами. Но так не будет: в мире произошли тектонические сдвиги.

Успешные рынки показали, что могут перебарывать негативные тенденции: Мексика, Бразилия, Малайзия, отчасти Польша, но они концентрируются на одном продукте.

Московская биржа может ошибаться, план на пять лет сделать сложно. Но важно развиваться. Путь, обратный развитию, — маргинализация. Никто не гарантирует, что при введении T+n к нам прибегут иностранные инвесторы. Но если этого не сделать, то они не придут точно.

Давайте встречаться и развиваться вместе: шанс у нас есть. **Олег Вьюгин.** На открытом рынке сложно оперировать аппаратами hi-end. Вопрос в том, чтобы выбрать правильную скорость. И учитывать, что все взаимосвязано. Перед Московской биржей стоит нетривиальная задача — двигаться согласованно. Задача непростая. Но зато интересная. ■

*Прим. ред. С полной аудиозаписью конференции можно ознакомиться на сайте НАУФОР: <http://www.naufor.ru/tree.conf.asp?n=10334&hk=20130515>*























