

# Адаптация — это не роскошь

В рамках прошедшей в Екатеринбурге VI Уральской конференции НАУФОР «Российский фондовый рынок» была проведена сессия «Фондовый рынок Московской биржи: итоги 2013 и перспективы развития». Участники панели обсуждали проблемы организованного рынка и планы его развития.

Участники: Анна Кузнецова (управляющий директор по фондовому рынку Московской биржи); Юрий Минцев (управляющий директор БД «Открытие»); Роман Лохов (член Правления ООО «БКС»); Алексей Тимофеев (председатель Правления НАУФОР); Василий Фроловичев (глава группы прайм-брокерских услуг ООО «Ренессанс Брокер»).

**Анна Кузнецова.** Я расскажу о том, что Московская биржа сделала за этот год, попробую дать оценку сделанному, а также обозначить те направления, по которым мы планируем двигаться дальше.

Первое направление — это проект T+2, который вызывал много дискуссий. Второе направление — совершенствование инфраструктуры торгов.

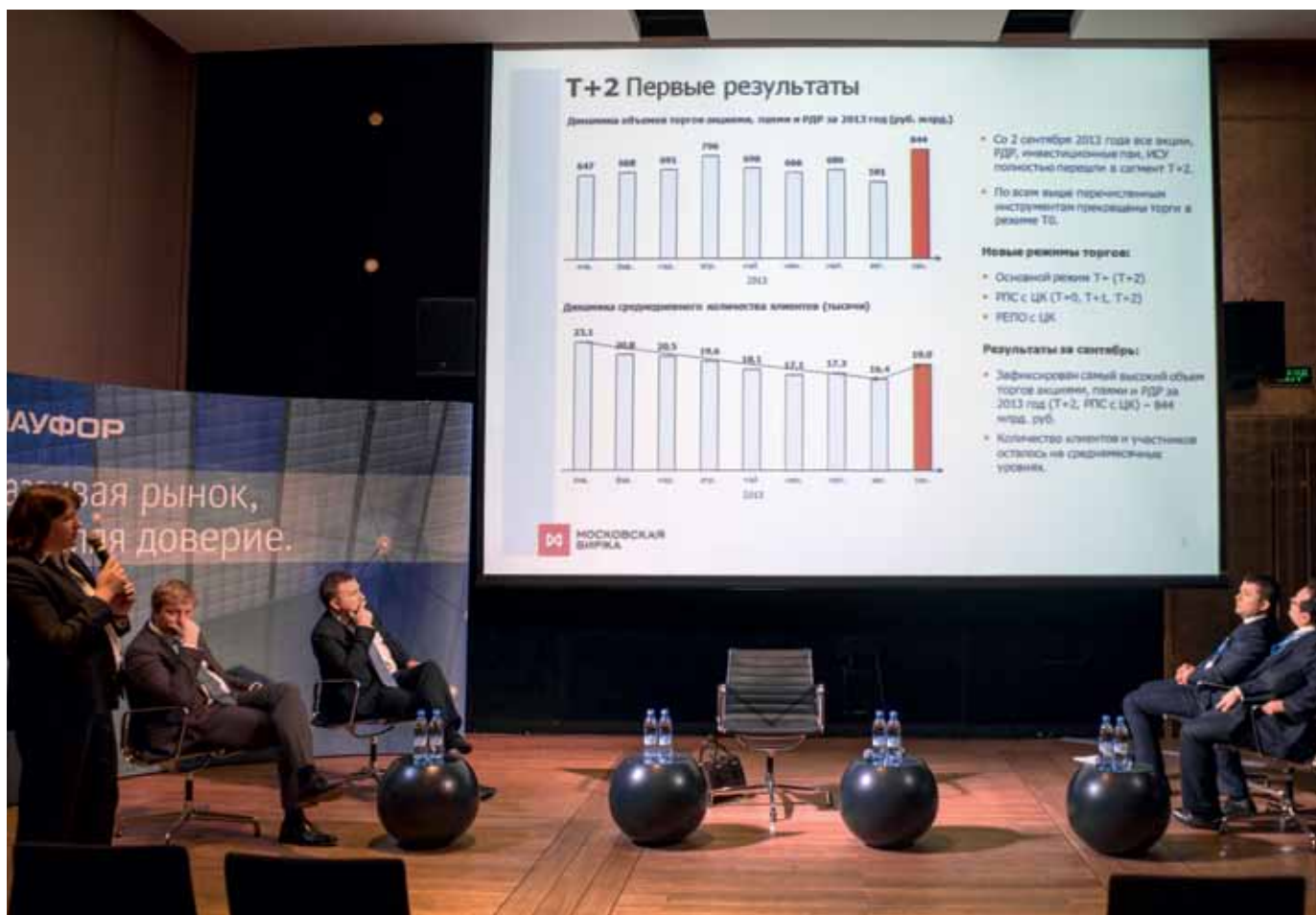
Третье — привлечение иностранных инвесторов.

И четвертое направление — это изменения в регулировании и то, как они сказались на нашем бизнесе и на состоянии рынка.

Итак, первые результаты T+2. Мы зафиксировали, что активность на российском рынке увеличилась. Ежедневный объем торгов за сентябрь-октябрь вырос примерно на 17,5% по сравнению с ежедневным объемом торгов в течение этого года. Предупреждая вопросы, скажу, что биржевой индекс за период сентябрь-октябрь вырос всего на 3,5%.

Задачу, которую перед собой ставили, мы выполнили.

Со 2 сентября все акции, российские депозитарные расписки, паи и ипотечные сертификаты участия полностью перешли в сегмент T+2. Аукционные торги в режиме T+0 закрыты, корпоративные облигации остались в режиме T+0, ОФЗ находятся в параллельном обращении — и



T+0, и T+2. Помимо увеличения объемов торгов, мы зафиксировали увеличение активности инвесторов на российском рынке, по крайней мере, по итогам сентября и октября. При этом в сентябре зафиксирован самый высокий объем торгов акциями. Это был рекорд года.

На бирже появилось еще несколько новых режимов: режим РПС с центральным контрагентом, режим репо с центральным контрагентом. Тут мы тоже увидели увеличение объемов. В режиме репо появились наиболее ликвидные акции, наиболее ликвидные корпоративные облигации и ОФЗ. Мы увидели увеличение объемов как адресного репо с центральным контрагентом, так и безадресного, к которому в настоящий момент допущены 23 акции. Если говорить о соотношении объемов, то аукционный режим превалирует. Число участников в режимах репо выросло на 20%, объем торгов —

на 44%. На сегодняшний день сделки репо с центральным контрагентом заключают 146 компаний.

Кроме того, в сентябре появился полноценный аукцион закрытия. Мы ввели несколько фаз этого аукциона, а именно две или две с половиной. Первая — это время сбора заявок в течение пяти минут с возможностью случайного прерывания. Вторая фаза — если аукцион сложился, то идет заключение сделок в режиме непрерывного аукциона, но уже без определения цены, по цене аукциона. Соответственно, если в первой фазе аукцион не сложился, то существуют еще три с половиной минуты, в течение которых этот аукцион состоится. И после этого следуют полторы минуты непрерывного аукциона. Эти механизмы позволяют в аукционе закрытия, с одной стороны, иметь защиту от манипулирования, с другой стороны, увеличить время его проведения и дать возможность всем участникам рынка

заключать сделки по цене аукциона закрытия.

Это тоже сказалось на объеме торгов, он увеличился больше чем в два с половиной раза.

За этот год у нас на фондовом рынке появилось несколько маркетмейкерских программ, которых до этого не было вообще. С марта маркетмейкеры работали при параллельном обращении режимов T+0 и T+2. Делали мы это для того, чтобы у всех частных была возможность потренироваться на живом рынке в реальной системе. Для того чтобы эта тренировка была успешной, маркетмейкеры поддерживали котировки. С сентября, когда мы закрыли T+0, маркетмейкеры оставили в режиме T+2, но, естественно, их доля снизилась и составляет чуть более 10%.

Появилась открытая программа маркетмейкерства по ликвидным акциям. В первой программе — «Клуб маркетмейкеров» — сейчас находится



девять акций. Вторая открытая программа распространяется на 22 акции; ее цель — расторгивание бумаг, которые следуют после первых девяти. К этой программе может присоединиться любой клиент брокера, и таких клиентов у брокера может быть несколько. Суть этой программы — конкурс. Победителю мы возвращаем две биржевых комиссии, и также возвращаем их первым десяти победителям при условии исполнения объема обязательств по котировкам. По спредам и котировкам существуют довольно гибкие условия, потому что если не поставить гибкий спред, то, в общем-то, и объема не будет.

Мы довольны этой программой, потому что ликвидность и объемы торгов в этих программах увеличились примерно на 10-15%.

Сейчас у нас есть маркетмейкеры по ОФЗ в режиме T+2.

Маркетмейкерская программа применительно к рынку облигаций, в первую очередь государственных, в настоящее время находится в стадии становления.

Несколько слов о международных позициях биржи.

По объему торгов облигациями, в соответствии с данными Всемирной федерации бирж, мы находимся на 9-м месте. Эту статистику необходимо уточнить, потому что, отчитывая данные для Всемирной федерации бирж, некоторые биржи отчитывают не только спот-рынок облигаций, но и рынок репо. Если мы добавим статистику нашего рынка репо, то окажемся на втором месте в мире, — поэтому в настоящее время Московская биржа работает со Всемирной федерацией бирж по уточнению этой отчетности.

Если мы посмотрим на соотношение госдолга к ВВП и на соотношение частного долга к ВВП по сравнению с другими странами, то очевидно, что потенциал нашего долгового рынка, несмотря на [уже имеющееся] высокое место, достаточно велик.

Применительно к акциям на сегодняшний день Московская биржа находится на 25-м месте. По капитализации входит в двадцатку крупнейших бирж мира. По соотношению рыночной капитализации к ВВП мы имеем большой потенциал и идем с большим отрывом от других стран.

В этом году, как вы знаете, произошло еще одно событие. В ноябре прошлого года НРД получил статус центрального депозитария. В марте он заработал как центральный депозитарий в полном объеме. Ведущие клиринговые организации «Евроклир» и «Клирстрим» открыли там счета и получили доступ к расчетам по ОФЗ.

Вокруг этой темы было очень много дискуссий. Я хотела бы зафиксировать результат, который у нас получился. Примерно 20–25% ОФЗ находятся на счетах «Евроклира» и «Клирстрима», открытых в НРД. Но при этом объеме операций на российском долговом рынке государственных ценных бумаг увеличился больше чем в два с половиной раза.

Мы видим существенное увеличение объема операций российских организаций, которые являются дочками иностранных компаний. Эти компании увеличили свою долю в объеме торгов достаточно существенно.

Соответственно, с одной стороны, мы получили приток новых денег, увеличение объема торгов. С другой стороны, часть ОФЗ хранится на счетах «Евроклира» и «Клирстрима», и очевидно, что некоторая доля операций на биржевом рынке увеличивается.

В этом году мы смогли преодолеть препятствие, которое останавливало нас на протяжении предыдущих пяти лет, и начать торговать биржевыми облигациями в день размещения. Это позволяет управляющим компаниям, пенсионным фондам приобретать облигации на размещение, потому что уже по итогам размещения появится рыночная цена, что позволяет компаниям повысить

эффективность своих операций. Часть компаний при размещении уже воспользовалась данной опцией. В итоге появился дополнительный объем в 6,5%. Мне представляется, что это очень хороший результат с учетом того, что, как правило, вторичные торги начинаются после четырех часов.

Аналогичную технологию, благодаря закону по упрощению эмиссии, мы сможем внедрить на торгах классическими облигациями. Это реализуется чуть сложнее, тем не менее такая возможность появится в 4-м квартале.

Что мы получили после внедрения T+2? На сегодняшний день глобальные игроки этого рынка — Citigroup, Credit Suisse Group, Merrill Lynch и Morgan Stanley — уже подготовили DMA (прямой допуск на российский рынок), чего раньше не было. До конца года планируется включение еще двух глобальных игроков. Сразу хочу сказать, что российские участники тоже сделали DMA. Позже они скажут об этом сами.

Пока эти участники работают больше с собственными операциями, чем распространили DMA на клиентский уровень, но к концу октября многие из них котируют на подключение клиентов. Пока все работает в тестовом режиме, но один из участников торгов увеличил свой объем практически в два раза. Мы рассчитываем, что это направление будет развиваться и рассчитываем на дополнительный приток и денег, и объемов торгов в этой категории инвесторов.

Этот год, наверное, можно также отметить как позитивный для проведения IPO/SPO на внутреннем рынке.

Во-первых, в феврале прошло размещение акций Московской биржи. И это было крупнейшее размещение бирж начиная с 2007 года. Мы относимся к этому размещению как к одному из успешных. В этом году разместились только в локальных бумагах такие компании, как «Русагро», ВТБ и компания ПИК. Зарубежные эмитенты

(расписки на их акции) также прошли листинг на Московской бирже (компания «Полиметалл» и Qiwi). И наверно, стоит сказать, что в среду завершилось размещение акций «Номоса», тоже только в локальных бумагах. Сейчас, как вы знаете, проходит размещение акций компании «Алроса».

Об изменениях в регулировании. Суть реформы листинга — это упрощение списков, ужесточение требований и повышение качества ценных бумаг в высшем котировальном списке, возможность размещения акций в любом из котировальных списков, введение практики экспертного мнения биржи — в части оценки соответствия требованиям регулирования и правилам листинга, а также перенос части регулятивных требований из нормативно-правовых актов на уровень правил листинга. Здесь мы получили две опции. Первая — все требования для котировального списка A2 будут устанавливаться на уровне правил листинга биржи. И вторая — в случае если эмитент нарушает какие-либо требования, сейчас у биржи нет права квалифицировать эти нарушения как существенные либо несущественные, и любая мелочь приводит к делистингу. Введение практики обоснованного экспертного мнения, которое позволяет разделить плохое и не очень плохое, наверное, будет способствовать стабильности котировальных списков.

На сегодняшний день мы планируем ввод новой системы листинга на апрель 2014 года.

Анонсировать рабочую дату будем в начале февраля как финальную. Соответственно, до этой даты живем в старой системе ценностей. До конца года мы планируем подготовить новые правила листинга и отправить их в Банк России на регистрацию. Перед определением даты ввода в действие новых правил (одновременно с этой датой) мы раскроем на сайте предполагаемые новые списки и покажем каждому из эмитентов, в какой список он попадает. У эмитентов

будет два месяца, для того чтобы в случае несогласия и нежелания находиться в том или ином списке прислать на биржу заявление и переместиться в другой уровень котировального списка.

Котировальных списков будет три, и движение между ними будет автоматическим. То есть высший котировальный список A1 вместе со списком A2 станут новым котировальным списком первого уровня, списки Б, В, И станут котировальным списком второго уровня; внесписочный перечень останется котировальным списком третьего уровня. После того как биржа введет данные требования, у эмитентов акций будет два года на приведение себя в соответствие новым требованиям. Для эмитентов облигаций (тех, кто уже будет допущен на эту дату) сохранятся старые требования до конца срока погашения. Новые эмитенты и акций, и облигаций, и паев уже должны будут листинговаться в соответствии с новыми требованиями. Если кто-то из эмитентов акций или облигаций захочет подать заявление в другой список из уже торгуемых, у него такое право будет, и контроль за такими эмитентами мы будем осуществлять уже по новым требованиям.

На что нужно обратить внимание всем: сроки принятия биржей решений будут исчисляться в торговых днях, а не в рабочих. Этот пункт является существенным в те выходные и праздничные дни, которые являются для биржи торговыми. Профучастникам и всем инвесторам нужно будет внимательно следить, чтобы не приобрести актив, который после праздников окажется уже не в высшем уровне котировального списка.

Требования ко второму котировальному списку мы готовы будем анонсировать во второй половине ноября. В настоящее время они проработаны внутри и будут выноситься на комитеты пользователей со следующей недели. Помимо этого, для всех эмитентов биржа будет раскрывать более подробную информа-



цию по сравнению с той, которую мы раскрываем в настоящее время.

Хотелось бы обратить внимание еще на следующий факт. Существует много процедур, завязанных на так называемые борды, то есть уровни котировальных списков. Соответственно, нужно заблаговременно позаботиться о том, что они изменятся, и доработать свою инфраструктуру именно для этого. По этой причине мы будем готовить релиз системы фондового рынка к соответствующей дате и просим не пропустить анонсы по введению модернизации листинга, чтобы отработать все без сбоев и операционных ошибок.

Следующее направление регулирования, которое поменялось и к которому мы как биржа относимся очень позитивно, — это новый приказ по регулированию маржинальных сделок. Сегодня ему будет посвящена отдельная сессия. А я хотела бы лишь сказать, что он расширяет возможности профучастников по сравнению со старым приказом. Несколько слов о правах защиты владельцев облигаций. Соответствующие правки внесены в закон о рынке ценных бумаг и уже вступили в силу. Некоторые нормы вводятся с июля следующего года, некоторые — с июля 2016 года. Самые главные из них — установлен новый порядок досрочного погашения облигаций и приобретения облигаций их эмитентом; установлены требования к представителям владельцев облигаций и определен порядок проведения общего собрания владельцев облигаций. Также сняты ограничения на объем эмиссии облигаций хозяйственных обществ и установлены критерии эмиссии облигаций для квалифицированных инвесторов. Здесь хотелось бы обратить внимание на тот факт, что с июля 2014 года нужно будет привести эмиссионные документы по неразмещенным выпускам облигаций в соответствии с новыми требованиями. Ряду эмитентов потребуются изменения в эмиссионные документы.

Теперь скажу об основных направлениях развития, на которых у нас сконцентрированы усилия. Во-первых, это упрощение выпуска классических и биржевых облигаций. Нам представляется правильным свести эти инструменты фактически к одному знаменателю. И здесь у нас выявился интересный факт. Многие организаторы, многие трейдеры говорят о том, что разные выпуски облигаций с единым сроком надо объединить. Естественно, это большая регуляторная задача с пока еще не до конца идентифицированным результатом. Но подумав, мы пришли к выводу, что на сегодняшний день по новым выпускам можно отказаться от такой опции и воспользоваться другой, которую нам дало новое законодательство. По облигациям можно регистрировать один выпуск, а к нему несколько дополнительных. Дополнительный выпуск можно будет размещать тогда, когда это будет нужно. Этот подход мы на сегодняшний день проработали и будем обсуждать его в ноябре с комитетами пользователей. Нам представляется, что он реализуем.

Мы видим необходимость в совершенствовании нормативной базы для секьюритизации ипотечных и иных активов. Такие сделки на российском рынке практически не происходят или происходят в других юрисдикциях.

Новые правила листинга, как я уже сказала, мы хотим ввести во 2-м квартале 2014 года. На вторую половину следующего года планируем введение премиального котировального списка с повышенными требованиями к эмитентам в части корпоративного управления.

В части новых инструментов мы видим потенциал в отношении прихода на наш рынок некоторых зарубежных компаний — эмитентов акций, депозитарных расписок, ипотечных сертификатов участия.

Ожидаем, что появятся новые структурированные продукты. Этот год можно ознаменовать появлением новых типов облигаций. В первую очередь я

говорю о тех структурных продуктах, которые появились у ВТБ, у «Росбанка» (но не ограничиваясь этими банками).

Мы видим возможности по появлению локальных и зарубежных облигаций в иностранной валюте. Как вы знаете, у нас уже есть облигации в долларах. В ближайшее время должны появиться облигации в евро.

Также мы видим интерес к сегменту конвертируемых облигаций.

Ожидаем, что спектр инструментов, обращающихся на российском рынке, будет расширяться. Особенно это станет понятно, когда мы посмотрим на другие страны. Некоторые продукты, достаточно развитые в других странах, на нашем рынке фактически отсутствуют.

В части технологий мы продолжим развитие в сегменте T+2. По итогам сентября у нас достаточно много обратной связи, много инициатив. Может быть, в рамках дискуссии мы сейчас про них поговорим.

Нам представляется, что следующий год для русского рынка будет ознаменован развитием сегмента DMA, но, наверное, в первую очередь для иностранных инвесторов.

Также мы полагаем, что сможем порадовать новыми тарифными планами, в первую очередь на рынке облигаций, и новыми тарифами на листинг. В свете модернизации листинга эта тема становится для нас актуальной.

Спасибо за внимание. Я готова ответить на вопросы.

**Юрий Минцев.** Проект T+ — это не проект биржи, это проект всего рынка ценных бумаг. Он стартовал с момента дружественного поглощения одной биржей другой, у нас действительно были опасения, что для розничного клиента это будет тяжелый, непонятный переход. Но честно могу сказать, что для розничного инвестора переход произошел фактически безболезненно. Отчасти, может быть, сыграл свою роль начавшийся в сентябре-октябре рост рынка.

Тем не менее это пример того, как огромный проект перелопатили с участием огромного количества людей, имеющих разные интересы. Этот пример нужно взять на вооружение всем нам, включая регулятора и всех остальных.

В презентации про T+ я не увидел информации про двухуровневый клиринг, двухуровневое членство. Я не увидел итоги с точки зрения реализовавшихся и нереализовавшихся рисков при расчетах — поставки, непоставки; нормативы центрального контрагента — какие они были и в каких пределах.

Хотелось бы, чтобы вы сказали про это пару слов.

**Анна Кузнецова.** Относительно нормативов. На этой неделе мы получили письмо от Банка России о том, что НКЦ получил статус квалифицированного центрального контрагента. Соответственно, при расчете норматива N1 ставка резервирования снижена для банков с 20% до 5, что не может не являться преимуществом для дальнейшего движения по этому направлению.

Что касается непоставок, то они случаются, и скорее, это технические ошибки. Как правило, это маленькие суммы. Кто-то из участников специально тестирует непоставку, для того чтобы понять, как ложатся их процедуры. Мы преодолеваем это легко, и мне кажется, что рынок этого не видит и не чувствует. Да, с марта некоторые участники звонят и предупреждают: «на этой неделе мы хотим протестировать непоставку. Можно ли?» — «Да, можно, тестируйте». За все это время (больше шести месяцев) их было не больше десяти.

Относительно двухуровневого клирингового членства и дальнейших шагов. Некоторые участники видели нашу презентацию по концепции клиринга, которую мы выносили на рабочую группу НАУФОР. К нашей команде также присоединился один из экспертов бразильской биржи BOVESPA. Эта биржа, по сути, прошла тот же путь, который проходим сейчас мы. Мой новый коллега





сейчас погружается в эту тему, и мы дискутируем по этой концепции. Поэтому финального подхода пока нет. Я рассчитываю, что он появится к концу этого года — началу следующего. И тогда мы сможем его более четко артикулировать и анонсировать.

Мысли движутся в направлении разделения, но каким это разделение будет и в какой части, сегодня говорить рано. Есть спрос на две вещи. С одной стороны, есть спрос на то, чтобы «быть участником торгов, пусть клиринговым членом будет кто-то еще». С другой стороны, есть спрос на то, чтобы «быть участником — клиринговым членом, не хочу заниматься торговой инфраструктурой и ее поддерживать, просто хочу отделить свои активы от активов того участника торгов, через которого я работаю». Мы видим встречное движение, и в какой-то точке должны будем провести среднюю линию.

Как вы знаете, в рамках проекта T+ на всех рынках Московской биржи — на фондовом, срочном, денежном, валютном — есть фонд финансовой стабильности. Смысл в том, что это коллективный фонд участников клиринга, который покрывает риски в соответствии с требованиями Базеля и других международных организаций и, по сути, покрывает риск дефолта двух крупнейших участников. Помимо этого фонда, на некоторых рынках (я говорю, конечно, о валютном рынке) есть фонд покрытия риска. В этот фонд вносят деньги те клиринговые члены, которых центральный контрагент посчитает достаточно надежными. Соответственно, они получают немного другие лимиты в этой части для возможности совершения непокрытых позиций. И еще одно направление мыслей идет у нас в сторону создания второго фонда, который будет уже не для всех участников. И тут краеугольным камнем является то, в каком порядке мы будем использовать средства индивидуального клирингового члена, фонда финансовой стабильности,

фонда покрытия рисков и собственные средства НКЦ. Я думаю, что следующая дискуссия с профсообществом по этому вопросу будет у нас в конце этого года — начале следующего.

Также обсуждается вопрос (по сути, приближенной к модели Deutsche Börse) о том, что участники клиринга могут быть либо индивидуальными, либо общими. Общее членство будет распространяться на все рынки Московской биржи, а индивидуальное — только на конкретный рынок. Это позволит каждому участнику выбрать сферу своих интересов в многообразных комбинациях.

**Алексей Тимофеев.** Правильно ли я понимаю, что нам предстоит обсуждать заново вопрос двухуровневого членства и все, что касается клиринга, потому что все может существенно измениться?

**Анна Кузнецова.** Нельзя сказать, что все существенно поменяется. Но то, что обсуждение нужно будет продолжать, — это факт.

**Алексей Тимофеев.** Это не упрек, потому что у нас остались вопросы и к предыдущей концепции. Хорошо, если новая вызовет меньше вопросов. Мы готовы ее обсуждать.

**Анна Кузнецова.** Мы готовы с ней поработать, потому что обратная связь, которую мы получили после небольшого выхода в профсообщество, была противоречивой и существенной. И я рассчитываю, что новый наш выход вызовет меньше вопросов, чем это было несколько месяцев назад.

**Роман Лохов.** Я бы хотел коротко остановиться на двух пунктах. Первое — это дополнительный бизнес-потенциал, который открылся для российского рынка и брокеров. И второе — какие вызовы пришли сейчас с вводом T+2.

T+2 — отличный проект, очень важный шаг, но здесь много вещей нужно еще доделать.

С точки зрения бизнес-потенциала есть важная вещь, которую необходимо понимать. T+2 — проект, который

был в основном нацелен на иностранное сообщество. Впервые появился сегмент не фондов, не buy-side, не алготрейдеров, а реальных западных брокеров, которые готовы предоставлять доступ на российский рынок своим клиентам. Для нас этот проект был особенно важным, потому что в группе БКС значительная часть биржевых оборотов идет с Запада. На валютном рынке это примерно 80% всех оборотов, на рынке деривативов — половина оборотов, на рынке equity — примерно 40%. Поэтому бизнес-потенциал действительно вырос.

Мы видим готовность брокеров предоставлять доступ как в Америке, так и в Азии. Стали заходить первые клиенты из emerging markets. Одно из ключевых усовершенствований здесь — это усовершенствование расчетов. Московская биржа ввела T+2. Но с точки зрения работы с западными институтами это еще не T+, потому что на второй день на данный момент рассчитываться с иностранными инвесторами еще невозможно. На самом деле это T+3. Необходимы дополнительные клиринговые сессии, постоянные расчеты. Мы это очень тесно обсуждаем.

С точки зрения регулирования. У Анны (в презентации) была очень интересная статистика по нерезидентам. Частично я ставлю ее под вопрос. Понятно, что российский брокер как юрлицо не может оказывать полноценный сервис западным клиентам, — не важно, к какой категории они относятся. Поэтому любая российская финансовая корпорация использует несколько юридических лиц, то есть группу компаний, чтобы осуществлять полноценный сервис. Чтобы обеспечить доступ на валютный рынок, нужен банк, чтобы оптимизировать расчеты, нужен банк. Завести крупных иностранных игроков, пока финансовый рынок не построен, невозможно через российское юрлицо. И 99% наших клиентов-институционалов, заходящих в Россию

из-за рубежа, заходят через наш лондонский офис.

**Анна Кузнецова.** Это была статистика по ОФЗ. По акциям я не показывала такую статистику.

**Роман Лохов.** Ок. Но это даже неважно. Потому что если в конечном итоге вы рассматриваете западный офис, то у него есть клиенты, и них тоже есть свои клиенты.

Я думаю, что мегарегулятору вместе с профучастниками нужно сейчас понять общую концепцию, общую схему, когда работает не одно юрлицо, а целая корпорация предоставляет сервис клиентам. Как здесь происходят расчеты, что меняется, что может противоречить законодательству и что нет. Значительная часть оборотов идет с Запада. Поэтому первое, что нужно понять, — чего эти клиенты хотят, как происходят расчеты и что можно сделать в рамках существующего законодательства, а что делается российскими корпорациями синтетически. Когда мы говорим о концепциях клиринга, о разделении брокеров на execution only и брокеров, которые предоставляют также депозитарные услуги (прайм-брокеров), то эти концепции нужно на данный момент понять, описать и выявить базовые точки несоответствия нашим законам, нашему регулированию. А дальше согласно этому пониманию сделать дорожную карту.

**Василий Фроловичев.** T+2 действительно был знаковым проектом этого года, и огромную роль сыграла биржа, выступая драйвером этого проекта. Наверно, стоит сказать большое спасибо Московской бирже за то, что этот проект был доведен до конца.

Согласен с Романом, что есть еще вещи, которые стоит доделать. Например, T+2 применить к акциям, которые более ликвидны. Поскольку менее ликвидные акции, по сути, должны торговаться на преддепе. Наверно, эту проблему может решить введение двухуровневого или многоуровневого клирингового членства — по аналогии с западными





рынками, где такого рода ограничений нет, потому что риски управляются на уровне клиринговых агентов.

Также хотелось бы понять, какие планы существуют у биржи по объединению пулов ликвидности участников на разных рынках. Про это много говорят, существуют разные сроки внедрения. Хотелось бы услышать подробности.

Основное пожелание к мегарегулятору, чтобы он как можно быстрее озвучил концепцию, которой будет придерживаться в дальнейшем регулировании, потому что пока существует состояние неопределенности. Важно, чтобы инициатива открытого обсуждения с участниками не угасла и продолжала свое развитие.

Мы знаем, что с 1 июля международные клиринговые системы будут допущены к клирингу на рынке локальных акций. Есть разные мнения по этому поводу с точки зрения рисков, которые несет в себе это событие. Как биржа оценивает эти риски? Ведь напрямую сравнивать рынки облигаций и рынки акций не совсем возможно в силу того, что на них действуют разные игроки.

Кроме того, сегодня много говорилось о развитии внутреннего инвестора. Мы в этом тоже крайне заинтересованы. По факту этого инвестора сейчас нет, но потенциал существует. Необходимое изменение нормативно-правовой базы очень ожидаемо, тем более когда мы говорим, что конкуренция со стороны западных брокеров усиливается. У российских брокеров, конечно, тоже есть козыри в кармане, по крайней мере, российская инфраструктура по скорости доступа в значительной степени опережает ту, которую могут предложить западные банки, но, на мой взгляд, это вопрос времени.

Спасибо.

**Анна Кузнецова.** Ко мне были два вопроса. Первый вопрос по объединению пулов ликвидности между рынками. Действительно это есть в планах. Это

будет относиться в первую очередь к клиринговым членам.

Что касается того, что с июля следующего года «Евроклир» с «Клирстримом» получат доступ к рынку акций. Эта мера вызывает много споров. Пока мы можем зафиксировать положительный опыт на рынке государственных ценных бумаг. Но мне представляется, что мы достаточно хорошо усилили и модернизировали российскую инфраструктуру. Рассчитываем, что за восемь месяцев окрепнем еще больше, и этот вызов пройдет для нас со знаком плюс.

**Юрий Минцев.** С моей точки зрения, эта мера позволит еще больше опустить стакан, — что на Московской бирже, что на Лондонской. Ваше личное мнение какое? Насколько ухудшится ликвидность? сколько из нее уйдет в dark-пулы при помощи международных кастодианов? Может, это вопрос к Роману, который является специалистом по нерезидентам.

**Роман Лохов.** Не скрою, опасность есть. Хорошо, что это произойдет не в январе, а в июле. Будет очень жесткая конкурентная борьба, драка. Потому что выход в «Евроклир» действительно позволит иностранным игрокам получить много преимуществ.

Что делали российские брокеры, привлекая иностранных инвесторов? В прошлые годы они в основном продавали технологии. Я говорю не только об ИТ-технологиях, но и об операционной составляющей. Естественно, когда в России был формат посттрейдинга T+0, то у ключевых игроков с позициями на Западе при заводе западных инвесторов сюда был и T+2. Мы это делали внутри брокерской компании. С приходом в Россию «Евроклира» все операционные технологии становятся унифицированными. И с этой точки зрения да, лучше бы, чтоб это произошло чуть позже. С другой стороны, естественно, локальные брокеры борьбу не проигрывают, потому что у них есть много других преимуществ, — это не только скорость доступа, это и доступ на многие секции,

это и российские технологии, и понимание рисков, и более быстрая реакция и так далее. Еще одно преимущество — это мотивация. Знание, что «Евроклир» придет 1 июля, не позволяет российским брокерам расслабляться. Это означает, что последние месяцы спать не придется вообще, потому что позиции и долю рынка мы не отдадим.

Одна из составляющих того, как можно конкурировать с большими государственными банками и заходящими сюда иностранными игроками, — это концентрация ликвидности не только на площадке, а внутри брокера. Если российский брокер может сказать клиенту, что заходя через этого брокера, клиент получает 100% российской ликвидности, а заходя через кого угодно другого — только 70, то это привлечет иностранцев.

**Алексей Тимофеев.** Роман обратил внимание на то, как это повлияет на индустрию брокеров, а Юрий задал вопрос о стакане биржи. То есть борьба где развернется, по-вашему?

**Юрий Минцев.** Я подразумевал то, что расчеты по сделкам с акциями российских эмитентов, которые будут проходить в «Клирстриме» и «Евроклире», могут быть по итогам внебиржевых сделок, но это уход ликвидности с биржи. Мне кажется, что эта проблема и сейчас в акциях «Газпрома» уже есть. И я как раз опасаясь именно того, что часть оборота, часть сделок уйдет в принципе с обеих бирж. И это ухудшит ситуацию с ликвидностью.

**Алексей Тимофеев.** И как я понимаю, российские брокеры будут поставлены перед необходимостью выбора, на каком поле принимать сражение с иностранными брокерами. То есть будет ли это российская биржа или что-то еще.

**Василий Фроловичев.** По поводу ухода с биржевых площадок на внебиржу или dark-пулы. Мне кажется, что основная причина этого явления — в первую очередь расходы, связанные с биржевой торговлей, и вторая — удобство расчетов. Мы ви-

дим, что биржа постоянно работает в этом направлении как с точки зрения ребалансировки тарифных планов, так и обеспечения схем расчетов. Бирже остается только прикладывать максимум усилий для того, чтобы биржевой рынок был более удобен и конкурентоспособен относительно небиржевых площадок.

Время покажет, как все произойдет, а что делать — понятно.

**Роман Лохов.** На данный момент в Европе есть несколько площадок, но этот рынок как был на Лондонской бирже, так и остается там. Ликвидность, обороты там есть, и любой западный игрок может сделать dark pool в рамках ADR и сейчас. Да, этот вариант нужно иметь в виду, но реальной опасности я не вижу.

А что касается Лондона и России, то если больше технологий будут унифицированы, то рынок в Россию все равно вернется. Нет причин при прочих равных, чтобы локальный рынок, торгуя локальными акциями, торговал в какой-либо другой юрисдикции.

**Вопрос из зала.** Вы говорили про прямой допуск иностранных участников DMA к бирже. А кто из российских участников подключился за это время? Сами участники не рассказали об этом.

**Анна Кузнецова.** Информацию, которая является коммерческой для каждого из участников, оглашать по списку не буду. Присутствующие на этой панели могут сами сказать за себя.

**Роман Лохов.** У БКС есть два больших блока — ритейловый и институциональный. Если взять валютный рынок, то 90% наших оборотов идет с Запада. Если взять рынок деривативов, то 40% наших оборотов идет от западных клиентов, если взять рынок акций, то 30%. И эта доля сейчас растет. Это и был мой мессидж о дополнительном потенциале. Потому что если раньше основные клиенты были buy-side фонды или алгофонды, то T+2 и дополнительная клиринговая сессия,

совершенствование инфраструктуры, центральный депозитарий привели к тому, что появился новый важный сегмент. Это западные брокеры, которые действуют не в своих интересах, а готовы приводить своих клиентов, открывая им дополнительно российский рынок.

Сколько у нас клиентов? Наверно, пара сотен.

Мы сейчас говорим о доступе западных брокеров на российский рынок, активно обсуждаем это с биржей. Введение T+2 облегчило ситуацию. Но на данный момент с точки зрения торговли DVP и возможности поставки конечным клиентам в формате T+2 изменений не произошло. Поэтому все брокеры, российские или лондонские, через которых мы работаем, ставят на T+3. Но есть проект (возможно, Анна его прокомментирует), благодаря которому очень скоро все изменится.

**Анна Кузнецова.** Смысл в том, что поставка происходит у нас на второй день в 17.00, но клиринг проходит по итогам дня вместе со всеми сделками, которые идут в T+0, то есть грубо говоря, до 19.40. Соответственно, многие участники, которые обслуживают иностранных участников, биржевую сделку дублируют в последующей внебиржевой. Это сделка DVP, и сделка, как правило в валюте. Соответственно, бумагу реально можно вывести из НРД после 19.40-20.00. Для других биржевых расчетов провести весь пул этих сделок становится слабо реальным.

Мы знали об этой проблеме и обсуждали ее в конце прошлого года и начале этого. Эту проблему решает промежуточный клиринг, или так называемые ранние расчеты. Сам по себе процесс реализации промежуточного клиринга или ранних расчетов — это непростое упражнение и для нас, и в первую очередь для всего рынка. Этот проект изначально был в нашей дорожной карте по T+2 на конец этого года. Но я признаюсь честно, что после такого большого про-

екта, который индустрия выполнила в течение года, нас попросили оставить то, что не успели доработать, на конец года. Оставить время на подготовку к маржиналке и вообще немножечко снизить темп. Действительно, индустрии было тяжело, причем в этом году много поработать пришлось не только на фондовом рынке.

Поэтому задача стоит в плане Московской биржи, и мы постараемся предоставить возможность расчетов с иностранными клиентами, в том числе в день T+2.

Применительно к тому, что нового появилось у участников. Гораздо проще стало управлять обеспечением, проводить и обеспечивать свою позицию и планировать эту позицию как в бумагах, так и в деньгах. Расширился список бумаг. Некоторые участники предоставляли своим клиентам кредитование по более широкому маргинальному списку, чем прежний, но сейчас это в любом случае 50 бумаг. Это расширяет возможности как российских, так и иностранных инвесторов.

В плане положительной связи я услышала следующее. Брокеры больше заработали на маржиналке — появилось больше возможностей, увеличились плечи, расширился список бумаг.

Отрицательные моменты. Про расчеты уже сказали. Можно еще сказать, что не все участники (в том числе крупные) и не всем категориям клиентов на сегодняшний день позволяют воспользоваться всеми возможностями, которые им предоставила биржа. Еще есть участники и категории клиентов, которые работают в T+2 со 100%-ным преддепом.

Но индустрии нужно время на адаптацию. Когда период адаптации пройдет, когда пройдет отработка систем, в том числе риск-менеджмента, мне кажется, что возможностей появится еще больше. ■