Содержание

№6, июнь 2012

Совместное плавание

Игорь Моряков, генеральный директор компании «Московские партнеры», рассказывает о том, как обеспечивается эффективная экспертиза в секторе компаний второго и третьего эшелона и порицает манекенщицу Линду Евангелисту за узость суждений.

12

ЗАДАЧА/РЕШЕНИЕ

54

Круги по воде

Для поиска наиболее безопасных вариантов преодоления кризиса следует обратиться к законам экономики, которые с течением времени доказывают свою справедливость и обоснованность.

ТЕМА НОМЕРА: ВСЕ ХОТЯТ РОСТА

4

Все хотят роста

Алексей Родзянко, главный исполнительный директор ИФК «Метрополь», рассказывает о стоящей перед ним задаче сохранять команду, одновременно снижая расходы, а также о том, по каким причинам кривая, описывающая поведение рынка, является итогом коллективного разума.

20

T+n и брокерский бизнес

Запланированный на ноябрь 2012 года переход объединенной биржи ММВБ –РТС на расчеты T+n повлечет пересмотр всей концепции торговли на биржевом рынке и напрямую отразится на брокерском бизнесе (репортаж с ежегодной конференции НАУФОР «Российский фондовый рынок 2012: лицом к отечественному инвестору»).

36

Регуляторный режим для индустрии

Индустрия брокеров находится в условиях постоянного ужесточения регуляторной нагрузки, как результат – развитие индустрии невозможно, а инвесторы оказываются лицом к «серым» компаниям, форексерам и мошенникам (репортаж с ежегодной конференции НАУФОР «Российский фондовый рынок 2012: лицом к отечественному инвестору»).

ЭКСПЕРТНОЕ МНЕНИЕ

48

Майские распродажи

Обзор российского рынка акций.

НОВОСТИ

53

Обновление команды

Избран новый Совет директоров НАУФОР.

МЕРОПРИЯТИЕ

58

Элита фондового рынка 2011

Репортаж с ежегодной церемонии награждения победителей Национального конкурса «Элита фондового рынка», состоявшегося 18 июня 2012 года в Московском городском гольф-клубе.

Все хотят роста

Состоялось одно из основных для инвестиционного сообщества светских событий года — ежегодная церемония награждения победителей Национального конкурса «Элита фондового рынка». Проходило оно, как повелось в последние годы, на ухоженных зеленых просторах Московского городского гольф-клуба. И публика собралась тоже ожидаемая, хорошо известная друг другу. Все вместе это создавало комфортную, почти семейную атмосферу. Опять-таки как обычно.

Да и количество номинаций осталось неизменным: 15 основных наград плюс 7 призов для лучших компаний региона. Церемония награждения началась сразу после завершения совета НАУФОР и выбора нового состава Совета директоров.

При награждении лучших юридических служб отдельно (и персонально) была отмечена Татьяна Медведева — за личный вклад в развитие законодательства на фондовом рынке.

Компанией года стал Сбербанк России.

А награду «За личный вклад в развитие фондового рынка» в этом году получил Роман Горюнов. Так решил коллективный разум рынка, и обоснование решения вряд ли требует комментариев.

В кризис брокерам может не хватать перспектив роста. Но стабильность — это тоже неплохо.

Ирина Слюсарева :)

Вестник НАУФОР

Издание зарегистрировано в Комитете РФ по печати
Свидетельство о регистрации № 018649 от 31.03.99
Издается ежемесячно с октября 1996 г.

Главный редактор **Ирина Слюсарева**

Редакционный совет
Рубен Аганбегян, президент ОАО ММВБ-РТС;
Дмитрий Ананьев, первый заместителя председателя Комитета Совета Федерации по бюджету и финансовым рынкам;
Вадим Беляев, генеральный директор финансовой корпорации «Открытие»;
Сергей Васильев, заместитель председателя Внешэкономбанка;
Алексей Ведев;
Анатолий Гавриленко, председатель наблюдательного совета группы компаний «АЛОР»;
Владимир Евстигнеев, д.э.н., зав. кафедрой ГУ-ВШЭ;
Ольга Кудинова, заместитель председателя правления НАУФОР;
Юрий Минцев, управляющий директор ОАО ФК «Открытие»;
Яков Миркин, зав. отделом международных рынков капитала ИМЭМО РАН, председатель Совета директоров ОАО «ИК «Еврофинансы»;
Алексей Тимофеев, председатель правления НАУФОР;
Александр Трегуб, начальник аналитического управления НАУФОР;
Борис Черкасский, заместитель генерального директора НРД;
Александр Щеглов, исполнительный директор по администрированию ипотечных операций ОАО АИЖК;
Олег Ячник, председатель Совета директоров ОАО «Инвестиционная фирма «Олма».

Редакция
Шеф-редактор **Владимир Кузнецов**
Ответственный секретарь **Лидия Ни**
Арт-директор **Павел Перов**
Иллюстратор **Евгений Тонконогий**
Цветоделение и препресс **Ксения Клюкина**

Учредитель **НАУФОР**
109147, Москва, Воронцовская ул., д. 35Б, стр. 1
Тел./факс: (495) 787-77-74, 787-77-75
vestnik@naufor.ru

Издатель **КЦ НАУФОР**

Автор макета **Петр Пирогов**

По вопросам подписки и приобретения журнала обращайтесь по тел. +7 (495) 787-7775, доб. 5150 Татьяна Миронова.
Отпечатано в типографии «Парадиз»
Москва, Ленинградский проспект, дом 47
Тираж 1500 экз.
«Роспечать» 79361
«Объединенный каталог «Пресса России», 27904

Точка зрения редакции не всегда совпадает с точкой зрения авторов публикуемых статей. Ответственность за достоверность информации в рекламных объявлениях несут рекламодатели. Все права защищены. Перепечатка допускается только по согласованию с редакцией.

июнь 2012 года

Москва, Московский городской гольф-клуб

XII церемония награждения победителей Национального конкурса

ЭЛИТА ФОНДОВОГО РЫНКА 2011

Национальный конкурс «Элита фондового рынка» — один из старейших и авторитетных конкурсов на финансовом рынке, ежегодно называющий лучших представителей инвестиционного сообщества за прошедший год.

ПОБЕДИТЕЛИ БУДУТ НАЗВАНЫ В СЛЕДУЮЩИХ НОМИНАЦИЯХ:

- Лучший трейдинг
- Лучшая аналитика
- Лучшая юридическая служба
- Лучшие кастодиальные услуги
- Лучший инвестиционный банк
- Управляющая компания фондов
- Компания услуг для розничных инвесторов
- Компания рынка акций
- Компания рынка облигаций
- Компания срочного рынка
- Развитие бизнеса
- Новый финансовый инструмент
- Проект по развитию национального рынка
- За личный вклад в развитие фондового рынка
- Компания Северо-Западного региона
- Компания Уральского региона
- Компания Юга России
- Компания Юго-Восточного региона
- Компания Поволжского региона
- Компания Восточно-Сибирского региона
- Компания Западно-Сибирского региона
- Компания года

Оргкомитет конкурса: 8 (495) 787–77–75, доб. 5226, 5150

www.naufor.ru

Алексей РОДЗЯНКО
главный исполнительный директор ИФК «Метрополь»

Все хотят роста

Сейчас в России компания может стать чемпионом, либо если она — часть империи нефти и газа, либо принадлежит государству

Главный исполнительный директор ИФК «Метрополь» Алексей Родзянко рассказывает Ирине Слюсаревой о стоящей перед ним задаче сохранять команду, одновременно снижая расходы; а также о том, по каким причинам кривая, описывающая поведение рынка, является итогом коллективного разума игроков.

— «Метрополь» – инвестиционный банк второго эшелона. Как вы относитесь к этому факту: считаете ли, что эта ниша для вас комфортна в среднесрочной перспективе – или хотите выйти в высшую лигу?

— Инвестиционная финансовая компания «Метрополь» имеет свою историю. Это история частной компании, организованной физическими лицами, которая возникла с нуля и росла, опираясь исключительно на свой внутренний ресурс. Ее нынешнее позиционирование — не итог целенаправленного выбора, это, скорее, результат, которого она смогла достичь в существовавших обстоятельствах. И, учитывая специфику российской экономики, она достигла очень хороших результатов. Потому что сейчас в России компания может стать «чемпионом», лишь если она является либо частью империи нефти и газа, либо принадлежит государству.
«Метрополь» начинал работать как финансовая компания. Постепенно она приобретала индустриальные активы и активы в недвижимости.

— Теперь главное сосредоточиться на том, как использовать существующие сейчас активы и возможности для дальнейшего успешного развития.
В нынешней позиции есть несомненные плюсы – мы можем принимать решения быстро, мы мобильны. Есть также и определенные слабости. «Метрополь» еще не является таким большим игроком, который может всех заставить с собой считаться, выигрывать мандаты на крупные сделки. Мы делаем средние сделки, а в больших участвуем как часть консорциума.
Таково наше позиционирование сейчас. Жаловаться на него, по-моему, просто грех. Но оптимизировать его — задача, которой и следует заниматься.

— Что значит «оптимизировать» применительно к конкретной ситуации?

— Работать так, чтобы извлекать из той рыночной позиции, которую мы сейчас занимаем, максимальную выгоду для компании.

— Правильна ли поговорка, что «тот, кто хочет быть богатым, должен работать на бедных»?
— Не совсем точно. Мелкие клиенты приносят более крупные в процентном соотношении комиссионные. Потому что крупные клиенты оперируют большими суммами и при выплате комиссионных берут в расчет сотые доли процента. Мелкие же клиенты готовы платить и проценты. Крупный объем ритейловых сделок более стабилен, тут начинает играть роль закон больших чисел, статистика более гладкая. С крупными клиентами гораздо больше возни, а маржа по таким сделкам сжимается. У нас есть несколько ритейловых проектов, но в целом «Метрополь» нельзя назвать ритейловой компанией. Мы работаем преимущественно с институциональными инвесторами в брокерском бизнесе. Кроме того, у Группы компаний «Метрополь» есть довольно крупные активы (промышленные и в недвижимости), которые требуют значительных вложений, и мы ищем партнеров, которые способны войти в их финансирование. Моя зона ответственности как руководителя инвестбанковского блока включает и корпоративные финансы, то есть поиск инвесторов в эти проекты.

— Вы продвигаете проекты в формате государственно-частного партнерства?
— Такой формат работы особенно актуален для наших активов в Сибири (горнорудные месторождения), для развития которых недостаточно имеющейся инфраструктуры. Речь может идти о дорогах, железных дорогах, энергоснабжении. Все это требует участия государства.

— Вы каким-то образом принимаете участие в промоутировании ГЧП?
– Тема сложная. Под каждый объект, регион и тип инвестиций требуется разный формат. Классическая форма ГЧП — когда государство отвечает за инфраструктуру, а частный бизнес — за эксплуатацию и развитие объекта.

У нас есть несколько ритейловых проектов, но в целом «Метрополь» нельзя назвать ритейловой компанией. Мы работаем преимущественно с институциональными инвесторами в брокерском бизнесе. Кроме того, есть довольно крупные активы, которые требуют значительных вложений, и мы ищем партнеров, которые способны войти в их финансирование.

— Каким образом ваша стратегия учитывает влияние кризиса?
— Тут мы касаемся сложной управленческой задачи. Кризис долгоиграющий, зарабатывать стало труднее, это значит, что нужно экономить и сокращать издержки. В то же время при выходе из кризиса хочется оказаться на старте первыми. Для этого нужны силы, нужно сохранять и оптимизировать команду. Поэтому мы пытаемся усиливать команду, одновременно снижая расходы. Это интересная и непростая задача.

— Чем именно она интересна?
— Если проводить аналогии, то это ситуация, когда как будто идет второй год войны. Все очень тяжело, много неприятностей и шума, но надо выдержать, потому что решается судьба будущего.

— Многие считают, что с того момента, как появился «ВТБ капитал» и закончилась сделка Сбербанк/«Тройка Диалог», расстановка сил на российском рынке инвестбанкинга поменялась необратимо. Что скажете об этом вы?
— Насколько я понимаю, целью формирования компании «ВТБ капитал» было создание национального «чемпиона», который мог бы участвовать в крупных сделках наряду с глобальными игроками. Этот проект реализован успешно, сейчас никакая крупная сделка, связанная с внешним финансированием российских компаний, не проходит без участия «ВТБ капитала». С одной стороны, это правильно. С другой стороны, одна компания не может участвовать во всех сделках. Поэтому такого положения, что другим инвестбанковским компаниям стало теперь невозможно работать, не создалось. Есть даже такие ниши, в которых мы более удобны клиентам.

— Насколько интересны вам небольшие компании с потенциалом быстрого роста и в целом тема развития рынка РИИ?
— Это для нас очень интересная тема. Но сейчас, мне кажется, интереснее прямые вложения в стартапы, а не покупка бумаг при первичных размещениях. Сегодня второй эшелон российских акций неликвиден, уж тем более третий-четвертый эшелоны. Нужно ждать выздоровления рынков. В то же время в России много инициативных людей, много идей, много компаний, которые могут развиваться на основании частных капиталовложений. Вкладывать в компании, которые готовятся к выходу на IPO, сложнее, потому что рынок IPO вряд ли откроется через год. Лучше думать о горизонте в 3-4 года, а не на год вперед.
Да, нас интересуют венчурные вложения.
Но следует сказать, что мы себя видим игроком, позиции которого сильнее во втором эшелоне. С «голубыми фишка-

ми» происходит некоторая коммодитизация — малая маржа, очень большие объемы. В этом сегменте у нас нет особенных конкурентных преимуществ. Компании второго эшелона — наша ниша, которую мы пытаемся эксплуатировать. К сожалению, последние двенадцать месяцев эта ниша «спит» и ждет лучших времен. Мы продолжаем там работать, но сейчас это непросто. Легче тогда, когда рынки будут смотреть на будущее более оптимистично.

— Вы пытаетесь определить, когда они станут смотреть на будущее более оптимистично?

— Каждый день пытаюсь. У меня есть некий индикатор, за которым я слежу. Положение улучшится тогда, когда первоклассные европейские компании начнут котироваться лучше. Например, есть такие компании, как Siemens и Total, ведущая немецкая компания и ведущая французская компания соответственно. Их производственные результаты хороши: налицо рост и выручки, и прибыли. Но их котировки при этом постоянно ухудшаются. Чем это вызвано? По мнению аналитиков, причина в том, что компании находятся в Европе, а у Европы сейчас проблемы. Она в эпицентре кризиса. Российские компании также расцениваются рынком как европейские компании, только второго эшелона (даже наши «голубые фишки»).

Пока европейские «голубые фишки» участвуют в распродаже, котировки наших активов будут тем более проседать. Таким образом, отечественные бумаги начнут восстанавливаться только после того, как начнут расти европейские бумаги.

Рынок США упал меньше, а вырос больше, чем европейский и российский. Поэтому мне кажется, что наиболее показательно для России поведение европейских «блю чипс». Конечно, они не совсем европейские, они процентов на 70 глобальные, но тот факт, что они называются немецкими или французскими, определяет их имидж и, следовательно, котировки. Когда имидж европейских компаний улучшится, это будет сигналом и для России.

Но точную дату разворота рынка назвать не берусь!

— Какие именно продукты являются у вас наиболее востребованными? Как влияет на запросы ваших клиентов текущая рыночная ситуация? Обычно только глобальные банки заявляют, что знают все обо всех продуктах и умеют торговать чем угодно.

— Позиционирование продуктов обязательно должно быть. Было бы неправильно утверждать, что мы умеем все. Это было бы даже непродуктивно. Мы ищем ниши, специализации, и в них работаем. В отношении рынка акций наша ниша — бумаги второго эшелона. Это не значит, что мы не работаем с «голубыми фишками» (ими мы тоже торгуем). Но наши основные усилия (и торговые, и аналитические) сосредоточены на втором эшелоне.

По облигациям мы специализируемся на энергетических компаниях — генерация, сети, сбыт. Именно этот сектор мы выбрали как свой конек. И это хорошо, потому что когда дело касается облигаций энергетического сектора, то все знают, что звонить надо в «Метрополь». Я думаю, если б мы пытались знать все обо всем, никто бы нас не просил ни о чем. Ну и естественно, мы эффективно торгуем «голубыми фишками» рынка облигаций — а это облигации федерального займа и фьючерсы на них.

— Есть ли у вас конкуренты в сегменте работы с бумагами второго эшелона?

– Сейчас конкуренция очень велика, потому что продукт мало востребован.

— На чем вы тогда зарабатываете?

— Пытаемся все-таки сделать все, что возможно… Кроме того, как я уже сказал, у нас есть бизнес в облигациях, есть активы, под которые мы привлекаем инвесторов и увеличиваем их капитализацию. Кроме того, летом будем запускать ритейловый сервис. Но об этом сможем рассказать немного позже.

Сейчас интереснее прямые вложения в стартапы, а не покупка бумаг при первичных размещениях. Сегодня второй эшелон российских акций неликвиден, уж тем более третий-четвертый эшелоны. Нужно ждать выздоровления рынков. Вкладывать в компании, которые готовятся к выходу на IPO, сложнее, потому что рынок IPO вряд ли откроется через год.

— Является ли ваше подразделение командой? Считаете ли вы, что ИФК «Метрополь» — хороший работодатель? Какие компетенции можно у вас получить?

— «Метрополь» — это многопрофильный бизнес. Каждое подразделение имеет свою специфику. И свое руководство. Что касается инвестблока (который возглавляю я), то я пытаюсь создать командный дух. Для этого нужно много времени находиться на рабочем месте, встречаться и разговаривать с людьми, пытаться выстроить общую культуру бизнеса и отношения к клиентам. О том, насколько успешно это получается, лучше судить со стороны.

Есть прямая связь между эффективностью и лояльностью: чем более компания успешна, тем лучше она как работодатель. Это зависимость не линейная, но она существует.

Следует отметить, что основатель «Метрополя» Михаил Слипенчук – молодой, энергичный человек, у него сильная харизма, за счет которой он и сумел создать бизнес, который уже 17 лет успешно работает на рынке. Все стороны деятельности компании несут на себе яркие проявления его личности. Мне это кажется преимуществом. Кстати, в компании довольно много людей, которые работают в ней больше десяти лет. Есть сотрудники, для которых «Метрополь» является первым и пока единственным местом работы. То есть лояльность работников высока. Это о многом говорит.

И есть прямая связь между эффективностью и лояльностью: чем более компания успешна, тем лучше она как работодатель. Это зависимость не линейная, но она существует. Сейчас, в период долгоиграющего кризиса, мы стремимся удержать команду и сохранить ее. В нынешних условиях решение этой задачи требует траты значительных сил и времени.

— Природа денег такова, что они унифицируют человеческие отношения. Поэтому большой инвестиционный банк неминуемо превращается, в конце концов, в мощный конвейер по производству денег. Боюсь, это является конкурентным преимуществом подобного учреждения. Хотя мне хотелось бы, чтобы вы меня опровергли.

— Я смотрю на это немножко по-другому. В начале года каждая компания обсуждает бюджет будущего развития, пытается определить, как будет себя вести и чего хотела бы добиться. Планирование происходит на фоне рынка. (Рисует график движения фондового индекса.) В долгосрочном периоде рынок обычно растет, это значит, что конечная точка на графике будет выше начальной. Но в промежутках может быть что угодно — взлеты, падения. Допустим, перед нами график индексной цены условных облигаций. Тогда график доходности, как мы знаем, будет «зеркально» обратным по отношению к графику цены. Теперь возьмем на графике условный отрезок в пять лет. (Выбирает на графике функции цены маленький отрезок.) Мы видим, что на этом отрезке доходность падает. А компания, допустим, находится в середине четвертого года. Менеджерам в этот момент нужно составить план развития. И план может быть только одним: он предполагает рост. Но как можно расти на рынке, где доходности были 10%, а стали 4%? Что нужно делать, чтобы заработать на падающем рынке больше, нежели зарабатывал на растущем? Способ только один — кратно увеличить объем позиций. Если маржа сжимается, то увеличить выручку можно лишь за счет увеличения объема операций. Увеличение объема автоматически ведет к принятию более крупных рисков. Вот в этом и дело.

Никто не хочет слышать об обороне. Все хотят роста. Если менеджер предлагает акционерам (или собственнику) план, предполагающий снижение показателей, то, скорее всего, на его место найдут более агрессивного специалиста.

При этом увеличенные риски принимает на себя большинство игроков. Это ведет к еще большему снижению рынка. Находясь на пути вниз, все упорно рисуют будущее на восходящем тренде. И тут будущее реально наступает, и оно получается другим — совсем не таким, как представлялось в мечтах и планах. Все финансовые кризисы порождаются этим подходом. Но другого подхода, увы, нет. Планировать падение рынка никто не разрешит, это противоречит логике бизнес-планирования.

В 2008 году конкретным триггером кризиса был рынок производных инструментов в США. Дальше кризис стал переходить в другие сегменты рынка, в результате чего сейчас Европа

переживает кризис государственного долга.
Об этих несовершенствах человеческой природы писал еще Достоевский. А сейчас пишут финансисты, уходящие из «Голдмен Сакс».

— Какая рыночная информация является для вас наиболее важной: вы смотрите терминал Блумберг, сайт ЦБ, сайт ФРС, читаете аналитику?
— Когда я торговал (в начале карьеры) на деске, то получал информацию с новостных лент (Блумберг, Рейтерс), из газет и аналитических исследований. А также непосредственно от рынка, от трейдеров. Сейчас я не сижу перед терминалом, поэтому получаю информацию от тех, кто торгует каждый день. Плюс аналитика. Следует также сказать, что сейчас через Интернет можно получить гораздо больше информации, чем прежде можно было через новостные агентства. Вот такие источники. К тому моменту, когда я беру в руки газету, все новости мне уже известны. Поэтому я читаю газетную статью только в том случае, если какая-то конкретная тема интересна в деталях. Кривая, описывающая поведение рынка, содержит в себе максимально возможное количество информации. Это выражение коллективного разума рыночных игроков, его соборная истина. Точнее, не коллективного разума, а коллективного поведения — оно не всегда разумно.

— Мировая экономика не равновесна. Существуют развитые экономики и существуют экономики периферийные. Деньги засасываются с периферии и аккумулируются в центре, в странах золотого миллиарда. Но многие аналитики прогнозируют, что это положение меняется: в ближайшие лет 30 будет усиливаться влияние стран Азиатско-Тихоокеанского региона, стран БРИКС. На старт вышли новые игроки. Кто из них войдет в клуб элитных экономик?
– Тот, кто лучше всего организует свой государственный аппарат, кто будет управлять страной лучше остальных. На сегодня таким лидером мне видится Бразилия. Она успешно вышла из режима военной диктатуры, управление там передано демократическим путем, через голосование; качество управления (как мне кажется) там лучше, нежели в Индии, России и Китае. У Китая не решен вопрос несовместимости рыночной экономики и партийной диктатуры. В России тоже много вопросов. В Индии государство супербюрократизировано и сверхкоррумпировано. В Бразилии все эти проблемы тоже существуют, но в меньшей степени. Кроме того, важен демографический фактор. Здесь у Бразилии положение тоже неплохое.

— Можно ли осуществить авторитарную модернизацию экономики? Или случай Сингапура останется единичным?
— Мне кажется критически важным размер территории государства и численность населения. В маленьких странах могут быть эффективно применены авторитарные методы правления. В России или в Китае такое вряд ли получится. Модель авторитарной модернизации имеет свои пределы. И чем крупнее страна, тем более жестко эти пределы обозначаются.

— Вы занимаетесь поло. Что это дает вам как человеку и бизнесмену?
— Это огромная перемена всей парадигмы деятельности. Общение с лошадью — это занятие, во многом противоположное бизнесу. Оно дает мне заряд физической и эмоциональной бодрости. ◻

Игорь Моряков
генеральный директор компании «Московские партнеры»

Совместное плавание

Генеральный директор компании «Московские партнеры» Игорь Моряков рассказывает Ирине Слюсаревой о том, как обеспечивается эффективная экспертиза в секторе компаний второго и третьего эшелона и порицает манекенщицу Линду Евангелисту за узость суждений.

— Игорь Дмитриевич, вы пришли из инфраструктуры в инвестиционный бизнес в непростой момент. Все знают, что этот рынок сужается, что количество профучастников уменьшается. Поэтому вопрос прост: ваш новый бизнес в компании «Московские партнеры» — это история про что? На каких стратегиях вы собираетесь зарабатывать?

— Вообще, «Московские партнеры» – это достаточно старая и почтенная компания, одна из тех «компаний-основателей», которые в свое время учредили ПАУФОР. Потом «Партнеров» купила дочерняя компания «Онэксимбанка», потом случился кризис 1998 года, и команда перешла в компанию «Сберинвест». А сам бренд просто исчез.

В 2008 году ряд хорошо знакомых мне людей стал обсуждать перспективы возобновления бренда — с целью воссоздать компанию под названием «Московские партнеры». В целом идея показалась нам вполне рабочей. Название действительно красивое, плюс у него была определенная история. Кроме того, в 2008 кризисном году на многих специалистов (особенно глобальных банков) давила ситуация возможных массовых сокращений персонала. И мы, в принципе, рассчитывали, что возьмем команду из известного западного банка. Сейчас не могу говорить, какого, потому что в конечном итоге люди все-таки остались там. Не случилось. Тем не менее у «Московских партнеров» стали возникать свои клиенты.

— Как они появились?

— Во многом сыграл свою роль кризис. Тогда для клиентов финансовых структур возникло много сложных, скажем так, ситуаций. И выход, который им предлагали крупные инвестиционные банки с известными именами, людям не понравился. Многие клиенты инвестиционных грандов почувствовали себя обманутыми и брошенными. То есть сам набор крупных инвестиционных институтов с громкими именами был на российском рынке

Реально можно говорить о доходности по консервативным стратегиям от 10 до 15% годовых. Обещать более высокую прибыль — это, я считаю, уже введение клиента в заблуждение.

достаточно велик, но во время кризиса они старались выжить во что бы то ни стало, и зачастую делали это за счет своих клиентов.

— Брали большие комиссионные?

— Нет. Клиентам, например, говорили: «ой, мы думали, что рынок уже упал, хотели для вас заработать, поэтому купили эти бумаги и взяли против них плечо, а рынок после этого упал еще больше, поэтому на маржин-колле мы, к сожалению, вынуждены были закрыть вашу позицию». И резали позиции клиентов беспощадно. Я знаю, что многие люди, имевшие счета в десятки миллионов долларов, остались просто ни с чем. Убытки некоторых людей составляли порядка 80-90%.

Естественно, после такого грабежа очень многие поняли, что громкое имя, к сожалению, не гарантирует надежности, не означает, что знаменитый банк вытащит тебя из кризиса и что ты ничего не потеряешь. Поэтому, когда кризис прошел, и им предложили снова заходить со своими деньгами, у многих клиентов это вызвало уже аллергическую реакцию. Появился рынок недовольных, которые поняли, что у крупной компании отношение к клиентам потребительское – когда все хорошо, с ними делятся, но когда все плохо, то клиентов наказывают.

У нас подход был совершенно другой – обращаться с клиентами внимательно, «не наказывать», действовать строго в рамках их инвестиционных деклараций, не предлагать сверхрискованных продуктов, особенно во время турбулентности на рынках. С 2008 года, как мы знаем, серьезный подъем имел место только один раз, в 2009-2010 годах. С тех пор рынок колеблется вокруг значений 1400-1500 пунктов Индекса РТС, и в таких условиях управлять очень сложно. Более того, люди понимают, что ожидать сверхдоходов на таких рынках, во-первых, глупо, во-вторых, можно потерять больше, чем заработать. Поэтому спрос сейчас больше на консервативные продукты – скажем, на облигации, причем облигации не самые доходные, с гарантией того, что они будут погашены, что эмитент достаточно платежеспособен.

— Если человеку нужно сохранить капитал, отчего бы не положить деньги на депозит в банке?

— Депозит все-таки не настолько доходен (ставки по депозитам, мягко говоря, упали), есть другие инструменты — с не меньшей надежностью, но более доходные. Вокруг этого мы и пытаемся работать с клиентом.

— То есть идея – все-таки работать с инструментами, которые в значительной степени обеспечивают сохранность, но при этом более доходны, нежели депозиты. А насколько более доходны?

— На мой взгляд, реально можно говорить о доходности по консервативным стратегиям от 10 до 15% годовых. Обещать более высокую прибыль — это, я считаю, уже введение клиента в заблуждение, и гарантией сохранности тут не пахнет. Да что говорить, даже доходность 15% — это уже на грани, но мы пытаемся найти варианты, которые не настолько опасны с точки зрения закрытия конкретного инструмента, выхода из него и так далее. То есть предлагаемые нами инструменты достаточно ликвидны, с одной стороны, а с другой стороны, достаточно доходны и не несут в себе чрезмерно высокого риска.

— Те 5-7% маржи, которые вы обеспечиваете сравнительно с депозитами, являются единственным доводом для того, чтобы вас выбрали клиенты?

— Классическое доверительное управление – это покупка набора акций и облигаций в зависимости от степени готовности клиента к риску и затем сделки купли-продажи в зависимости от ситуации на рынке. У нас немножко другой подход. Это, я бы сказал, event driven, — то есть мы руководствуемся конкретными событиями на рынке. Допустим, есть ожидание, что конкретный эмитент что-то будет выкупать, или мы видим, что облигации какой-то компании торгуются по явно бросовым ценам, при том, что с эмитентом все замечательно. Пример – итальянская дочка «Вымпелкома», компания Wind Telecomunicazioni. Из-за ситуации в еврозоне обозначился тренд – «сливать Италию», продавать итальянские ценные бумаги, а мы при этом знали, что «Вымпелком» будет выкупать долги своих дочек. С одной стороны, ты знаешь, что бумаги стоят явно дешевле из-за того, что их массово продают на Западе, с другой стороны, у тебя есть гарантия выкупа материнской компанией долгов своих дочек по уже известной цене. В принципе, это означает, что в этой бумаге ты защищен от риска. Доходность по этой сделке была 15%, грех не воспользоваться.

Мы каждый раз смотрим не просто на результаты технического анализа рынка, которым многие сейчас стали пользоваться излишне активно. На наш взгляд, при реализации стратегий, основанных исключительно на техническом анализе, риск все-таки слишком высок.

На самом деле создание в компании направления доверительного управления не было основной целью. Мы собирались зарабатывать не на этом. Наличие клиентов, которым нужно предоставить услуги по доверительному управлению, стало отправной точкой. Но выживать и зарабатывать на этом в современных условиях особо не получается.

За что управляющие компании берут деньги? Как правило, существуют два вида комиссии – комиссия за управ-

ление, management fee (от 1 до 2%) и комиссия за успех в управлении, success fee (от 10 до 20% от дохода). Но при торговле консервативными стратегиями доход сам по себе не такой большой. Соответственно, если еще отщипнуть от него 10-20% в пользу управляющего, то клиенту это может не понравиться. Он может сказать, что с учетом комиссии получает доход меньше, чем по депозиту. Брать по консервативным стратегиям комиссию за управление неправильно, потому что тогда клиенту ничего не останется. Поэтому доходы от доверительного управления могут покрывать текущие расходы компании, но заработать на этом можно только когда у тебя под управлением сотни миллионов. Вопрос: где взять эти сотни миллионов? Возможно, они есть на рынке, но для того чтобы их найти, нужно кропотливо работать, искать таких клиентов, чтобы они в результате поверили тебе, а не тем компаниям, в которых обслуживаются сейчас. Вытащить из карманов лишние деньги и дать их брокеру прямо сейчас — на это готовы немногие.

Поэтому для нас идея, на чем зарабатывать, лежала совершенно в другой области, связанной напрямую с рынком, но совсем не относящейся к доверительному управлению.

— Какая же это идея?

— Знаменитая модель Линда Евангелиста однажды сказала, что за сумму меньше 10 тысяч долларов даже не встанет с кровати. Примерно в этом и заключалась наша идея. Потому что мы как раз готовы работать за меньшие суммы.

А именно. Есть масса эмитентов, имеющих вполне приличные бизнесы, при этом размер этих эмитентов таков, что для крупных инвестиционных компаний они совсем не представляют интереса. Жизнь у глобальных инвестбанков такая, что если они не зарабатывают на сделке миллион долларов, то она уже становится невыгодной. Тем не менее спрос на инвестиционно-банковские

услуги у средних и небольших компаний (с капитализацией 100 млн долларов, 50 млн долларов) есть. И даже у компаний с капитализацией 20 млн долларов есть потенциал роста в разы.

Маленьким проще расти. Как может вырасти, к примеру, «Евраз»? Ну процентов на пять-десять. У него нет такого потенциала роста, как у небольшой компании. К сожалению, маленькие и растущие компании не очень видны на рынке, они практически совсем не ликвидны, и о них мало кто знает. И у их собственников не всегда есть желание выходить на биржу, пытаться привлечь там капитал. Почему, тоже могу объяснить. В течение 2010 года на ММВБ прошло четыре IPO, в основном это были технологические компании – ИТ, фармацевтика, инновации. В принципе размещения прошли благополучно, но буквально через пару месяцев практически каждый раз происходило падение стоимости размещенных акций на 50-60%, в результате инвесторы крайне разочарованы, ликвидность невысокая. И второй раз участвовать в таком размещении уже никто из инвесторов не хочет. Эмитенты, которые хотели привлечь капитал, видя такое развитие ситуации, тоже не хотят больше рисковать. Ну разместишься ты, урвешь один раз, но зато потом тебе никто больше не даст денег уже ни разу в жизни. Разве есть смысл в таком размещении?

У нас была идея, основанная на принципиально другом подходе к выводу компаний на биржу. Во-первых, мы понимаем, что небольшие компании вряд ли захотят нам платить за услуги, им просто не из чего платить. Во-вторых, памятуя обо всех предыдущих негативных историях IPO на бирже, они не будут рисковать.

Поэтому наш подход заключался в том, чтобы вывести компанию на биржу, сначала делая это просто в качестве листингового агента, чтобы ее акции котировались на бирже. А потом мы как маркетмейкер начнем выставлять в небольших объемах индикативные реальные котировки их ценных бумаг, потихоньку приучая рынок к тому, что есть такая ценная бумага. Во-первых, у рынка появится время на то, чтобы оценить компанию объективно, а не как при подготовке к IPO, когда идет массированная PR-атака со стороны аналитиков, самой компании, менеджера IPO – инвестиционного банка. Когда сплошной лавиной идут все эти сумасшедшие роуд-шоу, статьи в прессе и так далее. Основная цель всех этих мероприятий – убедить, что компания стоит дорого и на этих настроениях впарить. Я считаю, что это в сто раз хуже, чем манипулирование.

Есть масса эмитентов, имеющих вполне приличные бизнесы, при этом для крупных инвестиционных компаний они совсем не представляют интереса. Тем не менее спрос на инвестиционно-банковские услуги у них есть.

Лучше, если мы конкретную ценную бумагу начнем котировать, сначала потихоньку — free float в десятки процентов вовсе не так уж необходим. При этом, естественно, надо выпускать нормальный текущий research, не в плане подготовки к IPO, а просто давать информацию о событиях в компании, о ее планах. Когда эти планы начинают реализовываться, аналитики, видя, что происходит с компанией, начинают ею интересоваться. Да, компания маленькая, не такая ликвидная, но есть маркетмейкер, который ставит по ней котировки и готов покупать/продавать, есть объективный поток информации, и компания уже становится рыночной. Оценка ее акций совершается не аналитиками, а самим рынком.

Подход был нами протестирован на примере компании «Абрау-Дюрсо». Мы вывели небольшой объем ее бумаг на биржу, потихоньку стали ставить котировки, по ним пошли какие-то сделки. Сама по себе компания имеет капитализацию 150 млн долларов – это даже не средняя компания, это высший слой Small-Cap. Но аналитики, которые пришли на биржевую презентацию компании, увидели живой менеджмент, поняли, что никто никому не подсовывает неликвид, что актив нормальный, что все происходит в правильном рабочем режиме. А потом пошли уже новости от самой компании.

— Предполагается, что такая компания должна хорошо понимать свою ответственность перед инвестором. Но как это обеспечить реально?

— По-другому сейчас работать с инвестором нельзя. Мы заранее выбираем именно такие компании, которые способны строить правильные отношения с инвесторами, хотят быть прозрачными. Мы же хотим зарабатывать, поэтому нет смысла тащить на биржу случайных эмитентов. К тому же у нас очень серьезные, грамотные инвесторы, они хорошо разбираются, какой актив сколько стоит.

Поэтому работу по отбору достойных эмитентов мы проводим тщательно. Во-первых, контактируем с теми из них, кто реально хочет знать свою биржевую стоимость. Не балансовую, не бухгалтерскую, а реальную рыночную стоимость. Во-вторых, с теми, у кого стоит задача обеспечить рост. И таких историй десятки. Если вывести их на биржу и правильно показать инвестору, то они будут иметь успех.

Работая с такими эмитентами, мы не торопимся урвать с них денег. Как

Работу по отбору достойных эмитентов мы проводим тщательно. Если вывести их на биржу и правильно показать инвестору, то они будут иметь успех.

правило, на начальной стадии у них, собственно, даже нет особых ресурсов. Поэтому мы говорим: «Ок, мы готовы сесть с вами в одну лодку и плыть по бурному морю инвестиций вместе. Будем сначала выращивать ваш бизнес, а потом, когда он достигнет определенной планки стоимости, вы заплатите нам за эту работу определенные деньги». Допустим, компания на начальной стадии стоила 100 миллионов, а благодаря нашей совместной работе стала стоить 150 миллионов. Вот с дельты в 50 миллионов она уже может нам нормально заплатить, и это выгодно и самому эмитенту, и «Московским партнерам» как ее инвестиционному консультанту, маркетмейкеру и так далее.

— Красивая история.

— И простая.

— Но для того, чтобы работать с компаниями второго-третьего эшелонов, надо иметь хорошую экспертизу. Как это обеспечивается? Имеет ли значение, что один из руководителей компании «Московские партнеры» Евгений Коган, имеет такую экспертизу по прошлому опыту работы в компании «Антанта капитал»?

— Экспертиза не может зависеть от одного человека. У нас в команде есть IB-специалисты очень высокого уровня. Они начинали как аналитики, они хорошо знают этот сектор — компаний второго-третьего эшелонов, у них хорошая экспертиза в области инновационных компаний. У них нет таких амбиций, как у аналитиков больших инвестбанков, которые считают, что знают все и обо всем. Наши аналитики специализируются на определенных рыночных сегментах и действительно знают их. Они умеют найти в груде простых зерен настоящие жемчужины. И у них наработано огромное количество контактов.

А Евгений [Коган] — однозначно гуру в секторе компаний второго-третьего эшелонов. Именно на такой экспертизе “Антанта” в свое время взлетела. Правда, теперь подходы к работе с этим сектором изменились.

В общем, мы ищем алмазы. Им нужна огранка, дорогая оправа, красивая упаковка — и с таким товаром уже вполне можно выходить на рынок.

Идея, даже самая прекрасная, продана быть не может. Потому что сразу возникает вопрос: кто будет обеспечивать огранку алмаза, его оправу и так далее? Разумеется, это должен делать менеджмент. Если мы видим, что в конкретной компании менеджмент способен реализовать такие задачи, то входим в проект.

Начиная проект, компетенции менеджмента мы оцениваем в первую очередь.

И тогда отправляемся в совместное плавание.

Теперь поговорим с разбивкой по отраслям. Мы видим, что в России масса перспективных идей и бизнесов появляется в сфере инноваций. Есть, конечно, небольшое число небольших сырьевых компаний, но потенциал их роста невысок. Поэтому работать с ними мы особо не стремимся.

А вот в сфере инноваций есть совершенно роскошные проекты. Недавно мы анонсировали проект, связанный с разведкой месторождений полезных ископаемых.

— Это проект бывшего главы РТС Олега Сафонова?

— Да. Мало того, что интересна сама идея этого проекта, но еще к тому же у него есть аналоги на Западе. Аналоги не технологические, но именно по способу выхода на биржу, речь идет о так называемом green field. В чем его суть? Компания производит геологическую разведку (которая в разы дешевле традиционной) и определяет участки, на которых есть полезные ископаемые. На следующем этапе аудиторы подтверждают найденные запасы. А дальше этот участок можно либо продать крупной компании, либо вывести на биржу (что нам кажется более правильным). Как только появляется биржевой рынок подтвержденных месторождений, это сразу убирает коррупционную составляющую.

Сейчас биржа ММВБ-РТС запустила проект IPOboard, в котором мы хотим создать (в том числе) и сектор гринфилдов. На этот рынок можно выводить не только месторождения нефти, но любых полезных ископаемых, и он обеспечивает полную прозрачность процесса.

Но гринфилд — не единственный вариант.

Появляется огромное количество блестящих проектов в сфере ИТ-технологий. Например, приложения, совместимые с компьютером и мобильным телефоном. Или кастомизация финансового учета и отчетности для малого бизнеса. И так далее. В головах людей возникает очень много идей, перспективных для венчурного инвестирования. Бери, упаковывай и выводи на биржу.

Эту работу мы и начинаем делать, предварительно произведя отбор проектов. Хорошая идея, хороший менеджмент, готовность к росту — вот критерии, по которым мы отбираем компании, с которыми дальше будем работать.

И это правильный актив для инвестора, потому что интереснее покупать бумаги не дорогие, а имеющие потенциал роста.

— Соответствует ли этому количеству идей состояние рыночной инфраструктуры, законодательства?

— С выводом на РИИ не возникает проблем. ММВБ создала такие комфортные условия, что туда не пойдет только ленивый. Просто нужно время на то, чтобы

рынок раскрутился. Чтобы появилась критическая масса эмитентов, критическая масса инвесторов, и, конечно же, финансовых посредников. И в принципе потенциал рынка очень велик — существуют десятки, даже сотни компаний, которые можно вывести на биржу очень быстро. Просто далеко не все еще пока готовы вставать с кровати меньше чем за десять тысяч. Поэтому в течение ближайших двух лет оптимизм в отношении перспектив этого рынка может быть пока что достаточно умеренным. Ведь Россия, кроме всего прочего, является частью глобальной экономики, а кризис на пороге. Тем не менее спрос на правильные компании даже в кризис будет неплохим. А за другие стартапы мы не беремся.

BOSCH

T+n и брокерский бизнес

Репортаж с ежегодной конференции НАУФОР «Российский фондовый рынок 2012: лицом к отечественному инвестору» (продолжение, начало в №5, 2012)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Ну вы сами меня вызвали на откровенность.

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

Российским клиентам это, наверно, может быть, и надо, но только очень узкому их кругу. Крупным корпоративным инвесторам, может быть, это и надо. Ритейловым инвесторам – а бог его знает. Наверно, это хорошо, потому что можно от брокера получить больше. Но вы же ведете диалог с брокерами, а не с вот этими. Вот когда вы меня как брокера спрашиваете, хорошо мне это или нет, я понимаю, что я буду конкурировать со всеми за клиента, и в плане T+3 мне открывается новое поле для конкуренции. Я на этом рынке продаю свои услуги, принимая риск. И все будут его принимать неизбежно. И рынок этот не будет отдельно существовать. Почему это такая большая тема? Вот есть T+0, его же никто не закрывает, но все понимают, что появляется новый рынок, с большим плечом, с большими возможностями для клиента. И ничего мы с этим не поделаем, мы будем друг с другом конкурировать и принимать эти риски. И плечи больше – как на это регулятор посмотрит, непонятно, и условия по расчетам, и так далее. Может быть, на этом можно зарабатывать. Но перед тем как мы начнем зарабатывать, есть масса вопросов, которые надо решить.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Алексей Тимофеев. А Т+2 или Т+3?

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

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

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

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

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

Поэтому есть темы и в плане распределить риски, и в плане поделиться бизнесом, потому что для клирингового брокера это очень большой бизнес. А это уже тема для дискуссии, которая должна какое-то время идти, это нельзя решить в кабинете. Это большое дело. И так, чтобы эти рынки – и вот этот T+0, который закрывают, и тот, который должен стать основным, – чтобы они долго существовали вместе, как совершенно справедливо отметила коллега, это невозможно. Нерационально и невозможно в принципе. И это ведь совершенно другой рынок, в принципе другой бизнес и для инфраструктуры, и для биржи, и для клиентов. И как-то вот так к ноябрю – нет…

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

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

Давайте посмотрим, последние десять лет индустрия, в том числе западная, в том числе брокерская, переживает колоссальные изменения. Появляются MTF, новые ICN, такие платформы, где только большой байсайд, где ритейловый байсайд встречается друг с другом. Индустрия ищет новые формы. Мне кажется, мы за последние годы очень мощно дрейфуем в сторону превращения брокерской индустрии в такую телекомкомпанию, когда телеоперационные услуги и сервисы загнали комиссионный бизнес в очень слабо рентабельную часть бизнеса. Игроков на рынке много, конкуренция колоссальна, продукт реально простой. Ну а в простом продукте тот, кто умеет лучше всех управлять кастом, быстрее всех доводить сделки (наши телекомпровайдеры уже научились предоставлять нам такие услуги), соответственно, у него будет ниже добавленная стоимость. С переходом на T+n, с переходом на единую позицию на бирже, с переходом на единую позицию брокеров, которые обслуживают клиентов уже не только на российских биржах, но и на международных, безусловно, добавленная стоимость такого бизнеса возрастает, появляется гораздо больше компетенций специалистов по риск-менеджменту, внедряются модели управления деньгами, которые будут унифицированы с введением T+n, как в России, так и за рубежом, что упростит унификацию подходов, упростит систему построения риск-менеджмента. Это даст возможность получить более высокую добавленную стоимость и как следствие более высокую рентабельность в операциях. Это приведет к расслоению в индустрии. Появятся клиринговые брокеры, появятся фронтовые брокеры, которые смогут получать от клиринговых брокеров достаточно большой спектр услуг, но при этом нести у себя минимальный кост, по сути, только фронт-сейлз, что позволит им быть рентабельными.

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

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

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

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

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

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

чить от них животворящие идеи и наконец зарегулировать этот сегмент.

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

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

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

Андрей Салащенко. Есть важный нюанс. Он заключается в том, что сейчас действует то постановление, которое было написано для парадигмы Т+0. Там совершенно четко написано, что все, что ты делаешь на Т+3, в постановлении тебя, по большому счету, не волнует. Точнее, волнует только в момент, когда у тебя идет исполнение. Поэтому с точки зрения своего риск-менеджмента ты сейчас можешь делать все что угодно. Но есть другой аспект. Регулятора очень сильно заботит то, что после того как рынка Т+0 не будет, фактически постановление, которое регулирует маржиналку, теряет свой практический смысл, вообще оно становится ненужным. И вот эта задача у регулятора есть. Мы начали это обсуждение, потому что понимаем, что этот вопрос критичен. И регулятор – это, на самом деле, первый, кто хочет получить от нас, от биржи, от участников соответствующее видение того, каким образом что-то регулировать. Здесь как раз наша задача – показать, как твои риск-мненеджеры начали считать. «Стандарт» уже был, они в принципе уже что-то пытались делать.

Вот что сейчас пытается сделать регулятор по маржиналке.

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

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

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

А я отвечу на другой вопрос. Роман и Алексей поставили вопрос, что нам нужно. Вот по маржиналке есть один очень простой вопрос, который мы обсуждаем с брокерами: если регулятор разрешает транслировать тот риск, который считает биржа, например, 15 или 20% по бумаге, что будет транслировать брокер своему клиенту, после того как он получил эти 15 от биржи? От некоторых брокеров я слышу: пусть регулятор напишет обязательно один к одному, как сейчас, потому что тогда я буду иметь шанс продолжать зарабатывать на том, что я эти деньги все равно от клиента получаю. И если он этого не напишет, то все равно все будут делать 15%, потому что в конечном итоге все будут приходить к этой цифре. Вот этот вопрос действительно дискуссионен. Его и давай обсуждать с регулятором.

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

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

Владимир Твардовский. …недопустимо.

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

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

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

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

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

которые понимают, что и зачем они делают.

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

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

С точки зрения клиентов не надо изобретать велосипед. Давно на Западе есть MIFID и есть три категории клиентов: ритейл, профессионалы, есть eligible counterparties. Теперь, когда водится T+3, регулируется позиция брокера, чтобы он был в состоянии, безрисково, профессионально, как считает регулятор оказывать услуги своим клиентам. И вот здесь мы распадаемся на два вопроса. Это мои отношения с биржей, с клиринговыми центрами и так далее. Дальше – на кого я возьму риск? Готов ли я вообще брать риск как брокер? Здесь биржа должна сказать, как это будет после дискуссий, регулятор должен это зарегулировать. И все. Дальше мои отношения с клиентами – это мое дело. Есть ритейловые клиенты, на которых я возьму кредитную линию в сотни раз больше, чем на определенных институциональных клиентов. Единственная задача регулятора здесь – это непрофессиональных или ритейловых клиентов защитить. А дальше на T+3 делаю ли я маржинальной бумагой что-либо или немаржинальной, это вообще мое личное дело. Даже сейчас если я готов в рамках кредитной лини на какого-то клиента предоставлять ему кредитование под немаржинальную бумагу, то я это делаю. Это система риск-менеджмента уже моя. И здесь регулятор может меня ограничить совсем другими вещами – достаточностью капитала, ликвидностью. Ну стандарт, который мы видим везде в банках и у брокеров.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Юрий Дубин. В первую очередь хочется сказать, что мы благодарны бирже, что идея про T+n опять возникла, и все-таки состоялась дискуссия, а нужна ли она нам вообще и правильно ли в эту сторону двигаться.

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

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

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

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

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

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

Теперь касаемо одновременного наличия T+n, T+0 и постепенного перехода и вообще в принципе кому это надо. В целом естественного спроса клиентов на расчеты T+0, T+n, T+1 не существует. У клиентов есть в принципе всего два спроса – либо купить акцию, либо ее продать. И с этой точки зрения им глубоко фиолетово T плюс что там написано. Поэтому одновременное наличие двух ликвидных «стаканов» практически невозможно, в отличие от валютного рынка, где есть естественный спрос на то, что я хочу сделать сделку с расчетами сегодня для регулирования баланса и хочу сделать сделку с расчетами завтра. На валютном рынке есть естественный спрос на наличие разных расчетных циклов. На рынке акций такого естественного спроса не существует, поэтому при прочих равных условиях технологий и всего остального выбирают то место, где выше ликвидность, потому что все эти расчеты T+ и что-то – это все в костах. То есть в конечном итоге разница только в стоимости проведения транзакций. Но спред на рынке практически всегда больше, чем любая транзакционная издержка, поэтому люди выбирают тот рынок, где выше ликвидность. И до тех пока не будет понимания, что T+0 нет, а будет T+n, все будут всегда выбирать более ликвидный продукт. Никакого естественного перетекания ликвидности не произойдет. Пример «РТС Стандарта», собственно говоря, и является таковым. При всех недостатках продукта ключевая его проблема заключается в том, что для большинства клиентов удобнее торговать там, где выше ликвидность. И все. Поэтому можно говорить про то, что действительно неделю-две параллельно существовать, но стратегически параллельное существование, на мой взгляд, невозможно.

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

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

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

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

Сами по себе эти факты, по нашему мнению, должны привести к росту ликвидности – и к росту бизнеса профучастников; снижению издержек – и росту бизнеса профучастников. Наверное, разумный вопрос – стоимость для индустрии по переходу на T+n и экономический эффект, который получится в результате реализации. Наверное, здесь можно подискутировать, стоят ли все усилия, которые мы сейчас прилагаем, того экономического эффекта, который получится. По нашему мнению, стоят.

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

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

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

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

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

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

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

Спасибо.

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

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

Роман Горюнов. Остатки ты размещать не хочешь более эффективно?

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

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

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

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

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

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

Мнения брокеров - есть розничный бизнес, есть институциональный, мнения разные. Но просто обсуждать, T+n или нет…

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

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

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

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

практически один в один. Кончилось все нехорошо.

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

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

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

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

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

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

Но с другой стороны, ожидать, что биржа выкатит продукт, к которому брокеры адаптируются, не понимая, как это все должно работать на брокерской стороне, по нашему мнению, несет очень большой риск того, что мы напишем, придем вам, уже запрограммируем все, а вы придете и скажете, что все прекрасно, но вот надо поменять раз-два-три-четрые-пять мест, и тогда будет счастье. И мы пойдем по второму кругу. Может быть, мы сейчас все вместе обсудим и поймем, как это работает, а потом будем программировать? Чтобы не проходить бесконечное число итераций. Может быть, один раз и вместе?

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

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

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

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

Главным вопросом, на наш взгляд, является, сохраним ли мы тех инвесторов, которые сейчас есть в режиме T+0, которые есть у ритейловых брокеров. Значительная часть организаций – членов НФА выражает в этом обоснованные сомнения. Нам бы хотелось все-таки лицом к этому инвестору обернуться и пойти за его интересами. Тем более что такого рода прыжок в истории российского рынка уже был. Один раз Московская фондовая биржа уже попыталась так с акциями «Газпрома» действовать, в результате чего вся ликвидность утекла на биржу господина Николаева. Пока официальной позиции НФА нет по этому поводу, но уже сейчас можно сказать, что значительная часть организаций – членов НФА считает более оправданным более постепенный переход, чем переход по принципу «пан или пропал».

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

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

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

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

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

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

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

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

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

RTS
Лицом
к отечествен
инвестору

Регуляторный режим для индустрии

Продолжение публикации материалов ежегодной конференции НАУФОР «Российский фондовый рынок 2012: лицом к отечественному инвестору»

В последние годы индустрия брокеров находится в условиях постоянного ужесточения регуляторной нагрузки. Это касается и повышения требований к капиталу, и высоких штрафов, не всегда соответствующих тяжести нарушения, и давлением большим количеством отчетных документов. Как результат – развитие индустрии невозможно, а инвесторы оказываются лицом к «серым» компаниям, форексерам и мошенникам.

Участники: Алексей Тимофеев (НАУФОР); Павел Андреев (БКС); Светлана Зайцева («Финам»); Светлана Копылова («Ренессанс Капитал»); Елена Левина («Титан-Инвест»); Юрий Минцев («Открытие»); Александр Синенко (ФСФР России); Денис Соловьев («Альфа-банк»); Владимир Твардовский («Ай Ти Инвест»); Мария Шляпина («ВТБ Капитал»).

Алексей Тимофеев. Уважаемые коллеги, начинаем последний круглый стол на этой конференции. Мы посвятили его самым общим вопросам регулятивной нагрузки на индустрию, потому что это немаловажный фактор, влияющий на ее способность к развитию, к выживанию во время кризисов, к выполнению предназначения быть передаточным звеном средств инвесторов в финансовые центры страны.

И здесь есть несколько тем. Во-первых, есть требования, которые предъявляются к лицензируемым компаниям. И есть проблема деятельности компаний, которые избегают всякого регулирования, стало быть, вовсе не несут никакой регулятивной нагрузки. Я бы хотел, чтобы мы коснулись этого вопроса, потому что эта дискуссия сейчас особенно применима к услугам форекс-компаний.

Другой вопрос заключается в том, что ФСФР выступила с инициативой изменить правила расчета собственных средств. И если участники будут готовы прокомментировать это, то я буду очень благодарен, потому что к нам уже обратилось немало компаний со своей точкой зрения по этому поводу. И, наверно, мы имеем право обсудить, является ли это драматичным или приемлемым и вполне ли соответствует моменту и задачам, которые решает регулятор.

Есть еще одна тема, которую я хотел бы обсудить. Это правоприменительная практика ФСФР во всех отношениях: надзор, проверки, штрафы.

Что из себя представляет индустрия финансовых посредников? Это индустрия, которая сокращается в своем количественном составе на 10% на протяжении трех последних лет. В соответствии с нашим анализом это происходит из-за регулятивной нагрузки, которая не адекватна рыночным условиям. Это индустрия, которая на 65% сосредоточена в Москве, лишь 35% рассредоточено по стране, несмотря на то, что Россия – большая страна. 2011-2012 годы количество выданных лицензий исчисляется единицами. С повышением требований к собственным средствам произошел пиковый отказ от лицензий и переход многих компаний в серую зону. Я думаю, если бы не состоялось отказа от дальнейшего повышения требований мы бы увидели более драматическую картину.

Попрошу коллег поделиться ощущениями, что происходит с индустрией.

Юрий Минцев. Алексей, как вы считаете, тысяча брокеров на сто тысяч активных клиентов (в месяц) — может быть, в таком раскладе брокеров даже слишком много?

Алексей Тимофеев. Абсолютная правда. Я знаю также то, что это взаимозависимые процессы. Я, однако, считаю, что не сделаны самые существенные вещи по привлечению населения на фондовый рынок, без чего мы на это рассчитывать не можем. И пока мы этого не сделаем, мы, наверно, не можем рассчитывать и на массовую индустрию брокеров.

Юрий Минцев. Алексей, а вам не кажется, что чем более финансово грамотным становится население, тем меньше оно хочет идти на наш фондовый рынок? Я недавно был на Украине, которая лет на 15 от России отстала. И украинские участники, и биржа говорят следующее: технологии у нас есть, понимание, как работать, есть. Единственно, чего у нас нет, так это заинтересованности эмитентов в том, чтобы их акции торговались на бирже, чтобы у этих эмитентов были миноритарные акционеры.

Я про себя подумал, что события последнего года (например, когда ВТБ избавился от миноритарных акционеров) говорят о том, что в России начина-

ет зарождаться та же самая тенденция. Эмитенту не нужно торговаться на бирже, эмитенту не нужны миноритарные акционеры. Мне кажется, будь на нашем рынке хоть 500 тысяч брокеров, хоть десять, это в целом ситуацию не изменит. Поэтому я бы пытался говорить о создании некого режима экономического благоприятствования, чтобы компании было выгодно быть прозрачной и торговаться на бирже.

Для меня было разочарованием этого года решение «Мегафона» не размещаться в России. С одной стороны, все говорят об МФЦ в Москве, а с другой стороны, реально получается Лондон. Великолепный эмитент, великолепная компания. И понятно, что большему кругу инвесторов она будет не очень доступна, торгуясь в Лондоне.

Года с 2001 идут разговоры о том, что форекс-компании – это плохо, надо их запретить, надо их регулировать. За эти 15 лет поменялось много руководителей в ФСФР, в Минфине. Когда российских брокеров начали регулировать в области маржинальной торговли, а в области регулирования форекса ничего не сделали, то это был хороший подарок форекс-компаниям. Если звезды не зажигают, значит это тоже кому-нибудь нужно. То же самое, когда начали регулировать рекламу брокеров, а по форексу никто ничего не сделал. Мне, если честно, это не совсем понятно.

Ну и последнее, что я хотел сказать. Можно, конечно, искать пробелы в законодательстве. Но с моей точки зрения, нужна система. У нас есть ФСФР. Я считаю, что ФСФР великолепно работает в области того законодательства, которое существует . KPI для ФСФР – это чтобы нарушений было меньше. Понятно, что чем меньше будет отрасль, тем меньше будет нарушений. Исходя из этого абсолютно нормальная вещь - увеличение средств профучастнков. Но мне кажется, где-то выше, должен быть другой KPI - направленный на рост оборотов, количества клиентов, увеличение количества эмитентов и инвесторов.

Алексей Тимофеев. Вчера состоялось довольно бурное обсуждение темы новых правил расчета собственных средств. Я там услышал такую точку зрения, что брокерской комиссии не существует, поэтому классического брокерского бизнеса существовать тоже не может. Поэтому чего вы хотите, брокеры исчезают вовсе не потому, что их зарегулировали, а потому, что просто невозможно вести бизнес, зарабатывая на такой брокерской комиссии.

В качестве обратного аргумента я приводил пример всех тех, кто входил в серую зону и довольно благополучно существует, избавившись, по существу, от регулятивной нагрузки. И эти все компании — мелкий бизнес. Это люди, которые, избавившись от регулятивной нагрузки, находят источники для доходов от своей деятельности.

Если они уходят из правового поля, и у них появляется возможность существования, то это говорит о нездоровой структуре доходов брокеров и…

Юрий Минцев …и нездоровом правовом поле.

Елена Левина. Что касается собственных средств, то это напоминает день сурка - мы об этом говорим уже четыре года. И вначале еще была какая-то эйфория, что регулятор просто заблуждается, что если правильно донесешь до регулятора смысл проблемы, то здравый смысл все-таки восторжествует. К сожалению, этого не произошло, хотя и отменили планку собственных средств в 50 миллионов, когда пришел новый руководитель.

На мой взгляд, сейчас если уж даже Алексей Львович Саватюгин, который в свое время был категорически против поднятия, теперь стал за него, и если господин Панкин уже выступает за это же, то, скорее всего, был дан приказ сверху, и людям уже некуда деться, они должны его выполнять.

Все это, естественно, окончательно угробит рынок в регионах. На примере Ростова-на Дону - три года назад у нас было 12 брокерских компаний, сейчас осталась одна. При такой методике расчета, я думаю, мы тоже не выживем и будем вынуждены сдать лицензии.

Алексей Тимофеев. Владимир (обращается к В. Твардовскому. – Прим. ред.), в курсе ли ты, что из расчета собственных средств собираются исключить все программные средства, инвестиции на них, «железо»?

Владимир Твардовский. Я думаю, это перегибы на местах, как раньше говорил товарищ Сталин. Для нас это, конечно, совершенно некритично, но для многих компаний это будет действительно критично, потому что брокерский бизнес становится все более технологичным, а стоимость «железа» постепенно повышается, потому что есть инфляция. И «железо» устаревает, его нужно обновлять.

Так что, мне кажется, это очень неразумный шаг со стороны регулятора – выбрасывать «железо» из расчета собственных средств, потому что это действительно для многих брокеров основные средства.

И чтоб два раза не вставать, я скажу о регуляторе. У меня претензий к регулятору в области регулирования практически нет. Да, поле кажется немножко зарегулированным, да, некоторые отчеты, которые мы сдаем, кажется, остались с прошлого века, например, отчет по сделкам с нерезидентом. Ну ладно бы остались, раньше сдавали и сейчас будем сдавать. Но дело в том, что программное обеспечение, которое регулятор выдает брокерам для сдачи отчетов, не то чтобы с прошлого века осталось, а такое ощущение, что его сделали до Великой депрессии, потому что с ним работать практически невозможно.

Кто такие вещи делает, когда компания Apple занимает первые строчки мировых рэнкингов по капитализации, я не понимаю. Простой пример. В мае люди, которые занимаются в нашей компании отчетами, сделали уже 40 отчетов по сделкам с нерезидентами, в каждом из отчетов – семь тысяч строк. Спрашивается, почему нельзя сделать один отчет, почему нужно делать сорок? Почему туда не влезает более семи тысяч строк? Кто это все будет читать и смотреть? Не отстали ли мы здесь от жизни?

Мне кажется, надо внимательно смотреть, что устаревает, убирать лишнее. И уж, конечно, в любом случае нужно выровнять регулятивный пресс на участников, которые находятся в «белой» части, и на тех, которые в тени. Я имею в виду форекс-брокеров.

Кто не знает, что такое форекс-брокеры? Я расскажу, поскольку и общался со многими их представителями, и давно наблюдаю за их деятельностью. Категория номер раз, самая массовая, – те форекс-брокеры, которые предоставляют услуги ограниченному количеству своих постоянных клиентов. По моим оценкам, это процентов 95 от всего рынка. Вторая категория (условно их можно назвать белыми) — это те, которые дают агрессивную рекламу, часто не соответствующую содержанию, про торговлю на бирже валютами, про зарабатывание на курсах валют – и по телевидению, и в метро, и в газетах – чтобы привлечь клиентов. Эти условно «белые» форекс-брокеры зарабатывают на том, что знают: статистически при тех плечах, которые они клиенту дают, он проиграет, так что его сделки выводить на рынок не обязательно. Я могу назвать десяток таких компаний, которые не зарегулированы совершенно, но они хотят встать на одну доску с брокерами, быть зарегулированы. На эту тему идет процесс переговоров и в Минфине, и Алексей Тимофеев в нем участвует со стороны НАУФОР.

Но кроме этого, есть еще черные форекс-брокеры – чудище обло, озорно, стозевно и лайяй, как говорил Радищев. В прошлую субботу я попал на четвертую народно-опционную конференцию, которая проходила в городе Санкт-Петербург. Собрались люди, которые хотели побольше узнать о том, что такое опционы. Каково же было мое изумление, когда первым докладом, который я услышал, был доклад noname-брокера, который имеет юрисдикцию в Лондоне под названием Wilde Bear («Дикий медведь»). Он голосом хорошего продавца заявил: граждане, всё, чему вас учат ваши брокеры про то, что опционы – это большие риски, что нужно быть математиком, прочитать много книг, знать, что такое временная премия, волатильность, гамма и дельта, – это всё фигня! Брокеры вас дурят, чтобы вы не заработали. А вот мы, наша компания на этом рынке умеет зарабатывать и знает как. Мы работаем только на товарном рынке, потому что про акции вы ничего знать не можете. А что вы можете знать про валюту? Вы также не знаете, куда пойдет валюта. А вот про товары, которые растут на земле (типа кофе, какао, зерна, бобовых) мы знаем все, потому что информация объективна. Где прошел дождь, там урожай, где светит солнце, там тепло, и поэтому мы продаем опционы, и наши клиенты, которые продают «краевые» опционы вместе с нами, зарабатывают в месяц 10%. В год наши клиенты имеют 100% годовых.

И этот доклад на опционной конференции длился полчаса. Конечно, профессионалы смеялись, спрашивали «а есть у вас лицензия?», «у вас капитал какой?».

Тем не менее когда начался перерыв, клиенты построились и понесли свои деньги. Вы знаете, сколько понесли? Он сказал, что компания берет минимум сто тысяч долларов.

Вот это – так называемые черные брокеры. Их бизнес известен. Они собирают с людей деньги, иногда по чуть-чуть, показывают им заработок, который возможен на этом рынке. Причем люди не управляют своим счетом сами, а просто дают разрешение управлять. Дальше начинается развод: звонит так называе-

мый сейлз и говорит: «Уважаемый Иван Иванович, есть возможность заработать на таком-то движении. Мы знаем, у нас есть инсайд, что будет сейчас такое движение – давай заработаем». Раз – заработали, плюс 10%. «Отлично - ты видишь, как мы умеем зарабатывать – у тебя тут всего 30 тыс. долларов, давай, неси еще 70, догоним до 100 тыс. и тогда ты будешь действительно серьезно зарабатывать». Иван Иванович бежит по своим знакомым, своим друзьям, собирает деньги, отдает их этому брокеру, который их никуда не перечисляет, юрисдикция которого – в лучшем случае Панама. И после этого он слышит на следующий день от своего брокера: «Случился такой конфуз, рынок пошел против нас, та сделка, которую мы совершили, – мы потеряли все деньги. НО. Есть возможность отыграться. Надо 200 тысяч. Пожалуйста, неси их скорее сюда. И мы отыграемся и отобьем те убытки, ты же видел – мы умеем зарабатывать». Клиент говорит: «у меня нет таких денег». Брокер говорит: «Хорошо, я тебе дам денег взаймы. Возьмешь?» – «Ну давай, если ты мне обещаешь отыграть, я возьму взаймы». Он берет взаймы эти 200 тысяч, на следующий день проиграны эти 200 тысяч, клиент остается должен. После этого он идет в правоохранительные органы с долгом 200 тысяч и с потерянными 100 тысячами своих и чужих долларов – и все. Брокер говорит - да вы что, мы только консультируем клиентов, как отправить деньги на рынок, сами ничего не делаем. Вот это так называемые черные брокеры.

Я понимаю, что здесь вопрос не столько регулирования, сколько работы правоохранительных органов, тем не менее для того чтобы черные форекс-брокеры ушли с нашего рынка навсегда, нужно, естественно, регулировать форекс-рынок белый.

Моя точка зрения - форекс-рынок – это казино, его нужно запрещать, потому что он разъедает и уничтожает наш фондовый рынок, потому что по системе сообщающихся сосудов ликвидность будет утекать туда, где ей как бы проще и где есть возможность больше заработать. Но при этом никто ж не понимает, что там возможность больше потерять. Тем не менее, к сожалению, отменить форекс и запретить его, как во многих странах мира, у нас не получится. Следовательно, мы должны думать о том, как его зарегулировать и как его зарегулировать так, чтобы не пострадали те профессиональные участники, которые есть на этом рынке и торгуют валютой на рынке ММВБ.

Я обращаюсь сейчас и к представителям Минфина, и к представителям ФСФР в очередной раз: нужно унифицировать законодательство одновременно и по рынку ценных бумаг, и по форексу так, чтобы их сблизить, всем было комфортно. Чтобы не было ощущения, что есть дети, которых бьют по голове за то, что они хорошие, и есть дети, которых гладят по головке за совершенно другое.

Алексей Тимофеев. У нас форексом занимаются самые разные компании, в том числе и лицензированные. И вот злоупотреблять или не злоупотреблять теми возможностями, которые дает отсутствие регулирования, это часто вопрос репутации.

Павел Андреев. Сперва хотел немножко подискутировать с коллегой из «IT-Инвеста», который известен как ярый форекс-противник. Подписываюсь практически под каждым словом, которое касается мошеннических схем так называемых черных брокеров.

Но хочу привести несколько фактов. Во-первых, когда говорят о форексе, то нужно понимать, что ни к каким реальным валютно-обменным операциям этот вид деятельности не относится. По сути, это производный инструмент, который предоставляется с большими плечами..

Второе. В действительности на этом рынке, по моим подсчетам, сейчас представлено в Российской Федерации порядка 250 компаний. Из них 99% –

компании, которые зарегистрированы в офшорных зонах. И всего лишь несколько компаний, их можно назвать наперечет (БКС, «Финам») которые являются представителями регулируемого зарубежного брокера. У всех остальных абсолютно развязаны руки, и они вольны делать все что угодно.

Сразу же хотел упомянуть момент регулирования на территории Российской Федерации. Представим, что чудо случилось. Мы все выполнили огромную работу – и участники рынка, и надзорные органы родили то регулирование, которое устраивает всех. Я сразу же скажу, что при всех прочих положениях вещей объем операций, который будет пропускаться через российского регулируемого брокера, будет стремиться к нулю, ибо все будут предлагать свои услуги торговли на форекс через те же самые офшоры.

Я только что приехал с точно такого же круглого стола, где сидели все крупнейшие компании-форекскики. Основное, чего они хотят, это чтобы был некий фантом регулирования, а главная их цель – монополизировать рекламу. Чтобы рекламу этого вида деятельности могли давать не все 250 участников, а лишь те, которые находятся под этой вот регуляцией, и это будет выглядеть фактически прекрасно. Возьмем компанию форекс АБВГД-ка, которая является членом СРО, которая отчитывается перед Минфином и имеет лицензию ФСФР по дилерской деятельности. У них на сайте и финансовые советники, и сейлзы будут предлагать: ребята, хотите поработать в российской правовой зоне – без проблем, но здесь надо будет платить налоги, здесь у вас будут явно невыгодные торговые условия и прочее-прочее. А не проще ли вам поработать с другой компанией, входящей в нашу группу, с компанией АБВГД-ка, зарегистрированной в Британских Виргинских островах. Здесь и плечи больше будут, здесь и торговые условия лучше, здесь и так называемое черное доверительное управление. Вам всего лишь нужно отправить деньги, это ведь не запрещено. Хотите регуляции на невыгодных условиях, пожалуйста, идите под российскую юрисдикцию. Если же вы хотите нормальных условий, то кидайте деньги нам в офшор. Причем не нужно никуда ходить, просто на сайте открывайте счет и посредством Web money (это абсолютно нерегулируемый инструмент передачи денег) отправляйте ваши средства.

Всё. Вся регуляторная работа сведется всего лишь к имитации достаточно бурной деятельности.

Во-первых, что есть регуляция именно для нас, участников этого рынка? Это всего лишь возможность (или невозможность) давать рекламу. Компания, которая дает рекламу, которая может обещать золотые горы, будет жить. Компании, которые не могут этого делать, с рынка быстро уйдут.

Я предлагаю изначально рассмотреть вопрос о невозможности работать здесь представителям офшорных компаний. Еще раз призываю посмотреть реально на положение вещей. На российском рынке работают представительства компаний, не связанные никакими договорами, которые зарегистрированы на BVI [Британские Виргинские острова], Сейшелах и прочих самых черных юрисдикциях. И лишь маленькая часть представляет брокеров, которые зарегистрированы в нормальных странах – в Британии, на Кипре, Соединенных Штатах и прочее.

Реплика из зала. На самом деле относительно того, что нельзя запретить переводы в офшорную юрисдикцию, вы абсолютно правы. У нас отсутствует валютный контроль, поэтому де-юре такие операции запретить нельзя. На самом деле есть более простой регуляторный механизм, о котором тоже сказано. Время жизни клиента форексной компании — в среднем от двух недель до двух, максимум трех месяцев. Я десять лет назад настолько заинтересовался этой темой, что даже лично поторговал и даже чуть-чуть заработал, чем горжусь. И за это время меня выгоняли из двух форексных брокеров. Один из них был настолько доброжелателен, что угощал меня коньяком и говорил: имей совесть, ты и в этом месяце заработал, и в том, и в позапрошлом. И он же сообщил цифру, мне она представляется довольно типичной. Он сказал, что за срок от двух недель до двух-трех месяцев теряют деньги 99,97% клиентов.

Владимир Твардовский. В большинстве случаев брокер, предоставляющий услуги, помогает клиенту как можно быстрее слить деньги.

Реплика из зала. Абсолютно верно! Поэтому при такой бизнес-модели, как только приток клиентов прекратился, то через три месяца лавочку можно закрывать, поскольку в среднем клиент живет очень недолго. Хотя отсутствие валютного контроля не позволяет запретить это обычным методом, но достаточно запретить рекламу тех компаний, которые не входят в пул лицензированных, тогда у остальных бизнес автоматически закроется довольно быстро.

Главная проблема Форекса (мое личное мнение) – в нелегитимности котировок. Большинство людей теряют деньги на Форексе не потому, что злобные дилинговые центры с ними делают что-то плохое, а потому, что комбинация высокого плеча и малотрендового рынка убивает сама по себе очень эффективно. Но кое-кто из мелких форекс-брокеров еще и грешит произвольным изменением котировок. Я даже видел шоу, когда в одном и том же дилинговом центре для одного человека выставлялась одна котировка, а для другого — другая. Поэтому, чтобы разговоры о регулировании рынка форекс действительно дали положительный эффект, необходимо, во-первых, легитимизировать котировки, то есть придумать такой механизм, при котором дилинговый центр не мог бы произвольно менять котировку. Это сразу же радикально повысит легитимность услуги в глазах клиентов.

Во-вторых, надо отсечь все нелигитимные компании, запретив их рекламу, по типу того, как сейчас прорабатывается вопрос с приравниванием финансовых пирамид к рекламе наркотиков. Думаю, после первых двух-трех посадок порядок наведется очень быстро.

На мой взгляд, в этих условиях даже неидеальное регулирование лучше того, что творится. Потому что, к сожалению, у многих потенциальных клиентов Форекс ассоциируется с фондовым рынком, и тот негатив, который они получают от торговли на Форексе, выливается на фондовый рынок, что сдерживает приток клиентов на фондовый рынок.

Поэтому пускать на самотек эту проблему нельзя. И, может быть, НАУФОР стоит подумать, чтобы хотя бы в наблюдательном порядке присутствовать в аналогичной по смыслу организации, созданной участниками рынка Форекс (ЦРФИН. – Прим. ред.), и все-таки выработать решение, которое, с одной стороны, не убивало бы бизнес существующих игроков, а с другой стороны, все-таки не пускало ситуацию на самотек.

Юрий Минцев. С моей точки зрения, если их будет регулировать (не дай бог) ФСФР и при этом останутся сотые плечи, то все клиенты быстро разорятся даже без помощи брокера. Поэтому нужно отделить мух от котлет. Может быть, все-таки форекс-компании будут получать букмекерские лицензии, а не лицензии финансового посредника?

С ЦРФИНом мы взаимодействовали, на вопрос: «Ребята, а максимальный размер риска, который клиент может на себя принять – он какой должен быть?», они отвечали: «мы будем собираться, считать и т.д.». Хотя отлично понимают, что им нужно, чтобы осталось пятидесятое, а лучше - сотое плечо. И тогда, еще раз говорю, без помощи брокера клиент все равно оставит все свои денежки, хоть как.

Хочет – пусть оставит, но в компании, которая имеет лицензию не профучастника, а букмекера, чтобы люди понимали, что они идут в КАЗИНО. Даже если котировки легитимные блумберговские, все равно клиента с сотым плечом сольют обязательно.

Владимир Твардовский. Это просто математический факт. Просто посчитано: сотое плечо плюс текущая волатильность – 100%-ная гарантия.

Алексей Тимофеев. То, что Форекс — регулятивный вызов, очевидно. Именно государство должно определиться с тем, может ли оно позволить своим гражданам участвовать в рынке с такой степенью риска, не называя это букмекерской конторой.

Но я бы не хотел бы, чтобы мы посвятили теме Форекса весь наш круглый стол. Должен сказать, что совет директоров НАУФОР сформулировал свою позицию по этому поводу. Наша позиция состоит в том, что необходимо вводить лицензирование, скорее всего, лицензирование дилерской деятельности. Для этого нужно поправить закон о рынке ценных бумаг. Это особенная дилерская деятельность, и ее особенности нужно описать в законе. Нужно урегулировать рекламу этих услуг, правила представления информации о рисках, которые сопряжены с этими операциями. Нужно урегулировать плечо. Как именно, это вопрос отчасти счетный, отчасти тот самый, о котором я говорил, – при такой степени риска это уже не финансовый рынок. И естественно, происхождение котировок является принципиальным элементом в регулировании.

В этом случае, я думаю, этот бизнес может быть признан финансовым, равным другим видам деятельности на финансовом рынке.

Перехожу от темы форекса к темам более глобальным - регулятивная нагрузка.

Мария Шляпина. Несмотря на иллюзию о том, что у нас «бесконечные» средства (в том числе собственные), и нам новые требования и инициативы

ФСФР не страшны, за все в жизни надо платить. Мы – в общем-то, такая же рыночная структура, которая финансируется нашей материнской компанией, банком ВТБ. Мы поддерживаем группу во всех ее начинаниях. Наша брокерская деятельность в основном связана с институциональными клиентами, в том числе клиентами банка. Наверное, здесь мы угрозу не представляем, не специализируясь ни на розничном бизнесе, в отличие от ВТБ24, ни на рынке Форекс.

Обслуживая группу, мы сталкиваемся с новыми требованиями по раскрытию информации. Законодательство об инсайде нас также затрагивает.

Недавно с коллегами обсуждали необходимость рапортовать контрольному лицу публичной компании, имеющей листинг, обо всех операциях с ценными бумагами, в том числе расписками, которые мы совершаем на ежедневной основе. Вот тоже непонятно. Потому что нагрузка на нас как на молодую организацию большая, систему мы только строим, и любое дополнительное регуляторное требование – для нас вызов. Я как юрист не понимаю, если у нас до сих пор даже в первом чтении не прошел закон о квазиказначейских акциях, например (то есть ими можно спокойно владеть, распоряжаться, на них начисляются дивиденды, осуществляется голосование), то какую цель преследовал регулятор, вводя это требование в закон о рынке?

Выкуп размещенных акций ВТБ – на самом деле это тоже был вызов группе. Ведь выкупили не всех миноритариев. Институционалы — владельцы расписок остались в капитале. Вот я, например, как работник группы скоро стану таким миноритарием, потому что акции ВТБ — это часть нашей программы премирования. Поэтому это тоже вызов, личный и институциональный.

Алексей Тимофеев. Светлана, я видел, как вы улыбались, когда я говорил о государственном банке. Это была улыбка согласия или несогласия?

Что является регулятивным вызовом для крупнейшей частной компании – для «Ренессанса»?

Светлана Копылова. Я вам благодарна за интересную дискуссию. Хотела бы сделать маленький шаг назад, потому что недавно была представителем розничного брокера. И пока не забыла, хотела бы поинтересоваться. Это вопрос, связанный с расчетом собственных средств и с тем, что наши региональные компании закрываются: не проводили ли мы анализ того, кто у нас представляет интересы физических клиентов?

Очень давно существовала прекрасная идея о том, чтобы ввести институт финансовых консультантов. На своем прежнем месте работы я всячески это поддерживала, сейчас это просто вне сферы моих интересов. Но могу сказать, что «Ренессанс» как компания, работающая, в том числе, с крупными западными иностранными инвесторами, очень чутко реагирует на всяческие нарушения, в том числе на какие-то негативные новости в отношении того, что происходит на локальном рынке. По опыту предыдущего повышения требований к собственным средствам могу сказать, что когда региональные брокеры закрывались, то многие из них переходили на партнерскую схему. По сути продолжая осуществлять то же консультирование клиентов, иногда серое (или даже черное) ДУ, при этом не неся какой-либо регуляторной нагрузки.

Для «Ренессанса» и компаний, которые ориентированы, в том числе, на западные рынки, западных инвесторов, могу сказать, что для них самым принципиальным моментом является наш не совсем прозрачный рынок. Последнее время много сделано в отношении того, что регулятор активно вовлекает профсообщество в обсуждение нормативных документов. Многое сделано на базе саморегулируемых организаций. Очень активно себя проявляет биржа как площадка, на которой есть возможность поделиться идеями. Но, к сожалению, на примере закона об инсайде – в следующем году как раз вступает в силу уголовная ответственность – к сожалению, что практики применения этого закона (конкретных кейсов), пока нет. Ни у кого понимания, как это будет работать – нет. Углубляясь в суть, хотелось бы понять, каким именно образом отслеживать все недобросовестные практики, какова позиция регулятора в этом отношении - это очередной вызов для нас.

У иностранцев вызывает большое удивление наш обширный документооборот, который требуется всеми нашими нормативными документами. Дьявол кроется в деталях, и насколько необходимы те кипы документов, которые мы вынуждены собирать в процессе ежедневной деятельности, это тоже вопрос. Мы надеемся, что в нормативных документах, которые сейчас будут переписываться в отношении внутреннего учета, депозитарного учета, маржинальной торговли, будет предусмотрено облегчение именно документарного оборота.

Алексей Тимофеев. Разговор очень плавно подошел к функциям, за которые отвечает Александр Синенко. Действительно, следующий год – это вызов, потому что вступит в силу уголовная ответственность за использование инсайдерской информации. Откладывая вступление в силу этой поправки (об уголовной ответственности. – Прим. ред.), мы надеялись, что сформируется практика привлечения к административной ответственности. Я нетвердо помню, функция ли это ФСФР или это судебная функция, но есть ли у нас такая практика? Можем ли мы утверждать, что уголовные суды, суды общей юрисдикции, смогут опираться на какую-то практику, которая сформировалась в судах или при привлечении к административной ответственности?

Александр Синенко. Спасибо, Алексей, я позволю себе вернуться к тому, что я про Форекс услышал, про претензии к регулятору.

В прошлом году было 20-летие с того момента, как началось регулирование фондового рынка, финансового рынка. 20 лет – достаточно большой срок, и уже сейчас можно попытаться понять, для чего это все нужно, где мы сейчас находимся и что нас ждет.

Начиналось все с того, что люди, которые тогда работали, в том числе в государственных органах, начали создавать регулятивную базу. Это я отношу, если говорить про периодизацию, к каменному веку. Следующий этап – это становление, развитие. Здесь очень важно вспомнить ошибки, которые были допущены, проблемы, которые были накоплены. Как к ним относился регулятор, — не важно, был ли это Минфин, либо Центральный банк, ФКЦБ, ФСФР? Вспомните, на каждую проблему был один ответ – ужесточение. Касалось ли это повышения требования к собственным средствам, к процессу лицензирования, раскрытию информации, эмиссии, ответственности. Все носило характер ужесточения. И, наверно, это закономерно. Тогда ужесточение казалось единственным способом.

Что мы получили? Средневековье – с инквизицией, кострами и другими атрибутами. Радует, что после Средневековья у нас Ренессанс. Этим ренессансом мы и сейчас частично живем. Возьмем любой процесс, например, связанный с эмиссией ценных бумаг. Первоначальное законодательство было очень либеральным. Потом начались массовые случаи размывания капитала и выдавливания инвесторов.

Как ренессанс реализуется сейчас? На мой взгляд, очень положительно зарекомендовал себя институт биржевых облигаций именно с точки зрения эмиссионного процесса. Вы знаете, что ФСФР было реализовано несколько проектов в части упрощения процедур эмиссии.

Сейчас в работе находится очень интересный пакет по так называемым техническим эмиссиям, который может упростить процедуру эмиссии, наполнить ее здравым смыслом. Сейчас он готовится ко второму чтению. Хочется верить, что это приведет к повышению эффективности государственного регулирования, действий посредников.

По всем остальным направлениям я тоже могу продемонстрировать, как начиналось, как развивалось и к чему мы подошли. То же самое по лицензированию. То же самое по раскрытию информации. Уже несколько лет реализуется процедура по возможности ухода от раскрытия информации акционерными обществами, которые стали таковыми в процессе приватизации. Мы видим, что этой возможностью активно пользуются акционерные общества с числом акционеров не более 500, без публичного обращения акций. Мы-то думали, что сделали благо. А сейчас некоторые товарищи говорят: постойте, мы теряем информацию, раньше было хорошо, все раскрывались (особенно с учетом штрафов). Информагентства заволновались. Публика начала себя вести в какой-то степени неожиданно. Тем не менее тот, кто принял такое решение, реализует его, закрывается, уходит от регуляторных издержек, которые, наверно, никому не нужны.

Теперь все время поднимается вопрос об административной ответственности. В этом смысле мы находимся, наверно, все-таки еще в периоде инквизиции. Сейчас большие штрафы, отсутствие гибкости в этом вопросе. Сейчас есть проект, который был подготовлен на основе предложений НАУФОР. Он, как нам кажется, очень разумно подходит к наиболее болевым вопросам, во-первых, значительно снижая порог штрафов (не по всем составам). Во-вторых, предлагается ввести повторность. То есть если рассматри-

вается первое нарушение, то штраф налагается небольшой, если нарушение повторное, то наказание жестче.

И третье – это введение самого гуманного наказания в административном праве. Это вынесение предупреждения. В данном случае сам факт предупреждения крупной компании, я думаю, эффективен не менее, чем штраф. Это репутационные издержки, привлечение внимания, клиентские последствия. Это иногда может превысить сумму штрафа, который будет назначен нарушителю.

Сейчас эти предложения находятся в Министерстве финансов. Поскольку сейчас Минфин является регулятором с точки зрения законодательства, то ФСФР ждет, когда они согласуют проект и внесут через правительство в Государственную думу.

У регулятора есть внутреннее понимание того, что нужно убирать избыточность регулирования, что это не приводит к эффективности, что это дополнительная нагрузка для сотрудников. От всего этого мы, конечно, попытаемся избавиться, в том числе по отчетности. Руководитель ФСФР неоднократно поднимал эту тему.

Несколько вопросов было по Форексу. Я не большой специалист по Форексу, но напомню историю. Год 1996-97, финансовые пирамиды, крики потерпевших «куда смотрит государство!» и ответы государства, что это гражданско-правовые отношения. Что было потом? Вдруг эти действия стали квалифицироваться как мошенничество. И многие организаторы оказались на лесоповале. Клиентам это, конечно, не помогло, но тем не менее. Это государственная политика.

Боюсь пророчествовать, но что-то подобное может случиться и с Форексом. Группа товарищей действительно это понимает и предпринимает шаги, чтобы легализоваться. Я полностью согласен с мнениями, что эти отношения должны быть урегулированы.

Елена Левина. Александр Юрьевич, в связи с чем опять встал вопрос повышения требований к методике расчета собственных средств? Почему именно сейчас, когда все рынки падают, когда все плохо?

Реплика из зала. Самый актуальный сейчас вопрос по расчету собственных средств для всех брокеров, с которыми я общалась, это: исключение из активов в расчете собственных средств клиентских денежных средств у других брокеров и доверительных управляющих. Как будут выживать управляющие компании? Практически все они держат деньги у брокеров. Они не имеют биржевых лицензий, не торгуют через биржу.

Второе. Финансовые вложения ограничили только акциями в списке А1, А2 и Б. Не понятно, с чем это связано. Например, внесписочные облигации – «ВТБ Капитал», «Газпромбанк» – чем они хуже акций «Газпромбанка»? Почему они не включены в расчет собственных средств?

И старый вопрос, который поднимался еще при предыдущих обсуждениях, – изменения расчета собственных средств. Как брокер должен учитывать сделки репо? В нормативах прописаны общие фразы. Есть брокеры, которые учитывают сделку репо как две купли-продажи, а некоторые в бухгалтерском учете учитывают ее как договор займа. И сейчас, и раньше мы вынуждены исключать сделки репо из расчета собственных средств. До сих пор этот вопрос не решен.

Учетная политика определяется не только «подстраиванием» под расчет собственных средств. Есть масса брокеров и управляющих компаний, дочерних крупным холдингам, где учетную политику определяет не сам брокер или управляющая компания, а ее материнская компания. Мне бы хотелось, чтобы те предложения, которые мы дали в НАУФОР и которые сейчас обобщаются, были обсуждены с профучастниками и переданы представителям ФСФР. Этой теме здесь совершенно не уделили внимания.

Алексей Тимофеев. Мы уже начали консультации с ФСФР по собственным средствам, прошли они довольно бурно, с участием замруководителя ФСФР Сергея Харламова, которого мы ждали сегодня на этом круглом столе. Последние несколько лет значительная часть интеллектуальных и временных ресурсов НАУФОР уходит на дискуссию о собственных средствах, и только благодаря этим усилиям нам удалось в свое время предотвратить дальнейшую эскалацию этих требований. Мы продолжаем в том же духе и сейчас, когда у нас, к нашему сожалению, вновь появился для этого повод.

Мы считаем, что нельзя ужесточать требования к расчету собственных средств, для этого нет никого повода, никаких причин – ни рыночных, ни реальных, связанных со злоупотреблениями на фондовом рынке, – которые могли бы спровоцировать такое регуляторное решение. Нет массовых нарушений прав инвесторов и уязвимости рынка от системного кризиса. Почему ФСФР показалось полезным вообще инициировать эту тему?

Абсолютные требования к собственным средствам сейчас уже завышены по сравнению с тем, какими они должны быть. Они должны быть дифференцированы в зависимости от круга операций, которые осуществляет компания. Например, к субброкеру могут применяться минимальные требования, если брокер сам исполняет поручения клиентов, то эти требования могут быть выше. А если брокер оказывает услуги по совершению маржинальных сделок – еще выше. Ужесточать требования к расчету собственных средств – все равно, что ужесточать абсолютные требования, потому что результат у этих усилий один и тот же.

Мы предложили ФСФР объединить обсуждение двух этих тем. Мы предложили, что если будет рассмотрен во-

прос о дифференциации с понижением требований к собственным средствам, то мы будем готовы рассмотреть некоторые из предложений ФСФР по ужесточению правил расчета собственных средств.

В дальнейшем мы настаиваем, чтобы была создана рабочая группа с участием других саморегулируемых организаций - НЛУ, ПАРТАД, НФА.

По существу – мы думаем, что нельзя исключать из расчета собственных средств и «железо», и программные средства, особенно сейчас, когда перед рынком стоит вызов: для регистраторов – подчиниться центральному депозитарию с его технологическими решениями, для всех брокеров - подчиниться формату расчетов T+n с разработкой новых программных решений. Это предполагает достаточно масштабные инвестиции для всей индустрии.

Конечно же, нелепо исключать из расчета собственных средств кассу, нелепость ограничивать принимаемые к расчету собственных средств ценные бумаги только теми из них, которые попали в списки А и Б. Это затрудняет, кстати, функционирование биржевого рынка. У этого есть и косвенные последствия.

Субброкерский бизнес полостью убивается решением о принятии к расчету только 10% денежных средств, принимаемых в распоряжение другого брокера.

Нужно сказать, что дальнейшая дискуссия пойдет, наверное, с участием представителей Министерства финансов. У меня появилось ощущение, что мы после довольно бурной дискуссии стали друг друга лучше понимать со специалистами ФСФР и сможем решить этот вопрос наиболее эффективным образом. Но если нам этого не удастся, то это никому не удастся.

Светлана Зайцева. Есть еще одна важная вещь, на мой взгляд, на которую пора обратить внимание нашему регулятору. Мы говорим сейчас о регулятивном режиме для индустрии. Ее большой частью являются эмитенты, которые производят большое количество корпоративных событий. И, по-моему, пора обратить внимание на то, как это происходило в прошлом году. Это практически никак не регулируется, и каждый раз возникают какие-то новые условия. А мы как брокеры вынуждены оказывать клиентам услуги, представлять их интересы при всевозможных байбэках и так далее. Мне кажется, что нужно начать разрабатывать документы, которые позволяли бы проводить такие процедуры в более-менее едином ключе.

Также хотелось бы обратить внимание на то, что буквально все компании, которые работают на фондовом рынке, вынуждены строить по своим условиям схемы для отслеживания корпоративных событий. Нет регулятивной базы для того, чтобы эмитенты публиковали информацию об этих событиях. Я, например, имею в виду отсечки по дивидендам. Каждый брокер и кастоди тратит определенный ресурс и настраивает собственные процессы, чтобы отслеживать эти даты. Возможно, стоит ввести документы, которые обяжут эмитентов делать это в определенном ключе и публиковать это в едином источнике, куда мы все могли бы обращаться за информацией и получать ее своевременно.

Алексей Тимофеев. Нам еще предстоит Гражданский кодекс с его публичными и непубличными компаниями. Я думаю, что в связи с этими изменениями законодательства будет волна, очень масштабная по объемам, которая коснется всех на российском рынке. Есть ощущение, что он осенью будет принят, и тогда нам предстоят большие изменения в корпоративных отношениях.

Мария Шлапина. Кстати, с точки зрения байбэков, о которых сегодня много говорили, Гражданский кодекс в проекте как раз очень сильно ограничивает перекрестное владение акциями именно в рамках группы, ограничивая,

например, право дочерней компании, которая по практике крупных эмитентов скупает сейчас акции на рынке, таким образом осуществляя байбэк, ограничивая объем прав, которые такие акции удостоверяют. Может быть, клиентов это не будет смущать в дальнейшем.

Светлана Зайцева. Мне кажется, количество корпоративных событий будет только расти, причем каждый эмитент придумывает свои условия. Подчас эти условия не продуманы. Я думаю, в ФСФР поступило немало претензий акционеров, которые не смогли участвовать в последнем выкупе ВТБ. По какой логике, например, ВТБ руководствовался определением даты отсечки на вторичное обращение, непонятно. Кто-то вводит отсечки, кто-то заставляет блокировать бумаги. Это вносит неясность в ситуацию, а брокеры еще и вынуждены тратить ресурсы на подстройку процессов под каждый индивидуальный случай.

Вопрос из зала. В последнее время все чаще стало появляться такое наказание, как приостановление деятельности, чаще всего на срок до 60 суток. Например, за нарушения трудового законодательства, причем не сказано, какая статья. Я хотела спросить, отслеживали ли вы такую тенденцию. Если включить воображение и представить, что брокеры, депозитарии начнут приостанавливать деятельность на срок до 60 суток за различные, все более учащающиеся случаи нарушения, то картина, по-моему, получится красноречивая.

Александр Синенко. Отмечу, что действительно есть такая тенденция. Как мне кажется, этот вид административного наказания для финансового рынка абсолютно не актуален. Если шахта нарушает требования к безопасности труда, то речь идет о человеческих жизнях. И там уместно использовать такую санкцию, как административное приостановление деятельности, которое делается через суд.

Хочется верить, что в сфере финансового рынка такой реакции не будет.

Сейчас очень мало правильных, адекватных инструментов воздействия на регуляторную среду, на профучастников. В этом смысле закон о пруденциальном надзоре, который пока никак не сдвинется со второго чтения, предоставляет, как нам кажется, правильные рычаги. То есть не надо приостанавливать действие биржи или брокерской компании, надо просто дать регулятору право требовать смены руководителя, предоставить право предварительного согласования руководителя. Это, мы знаем, неплохо работает в банковском секторе.

Не нужны крайние меры, нужны меры адекватные, разумные. Пруденциальный надзор, мне кажется, предоставит такой инструментарий. После этого наверняка исчезнут даже попытки говорить о введении такой крайней меры, как административное приостановление действия.

Андрей Широухов (заместитель генерального директора ГК «Алор»).

Презентация Алексея Тимофеева показала не очень хорошую динамику, в том числе по доступу малого бизнеса на нашем рынке, та рецессионная динамика, которую мы имеем, это отчасти следствие повышения требований к собственному капиталу, не соразмерных тем рискам, которые берет на себя профучастник. Лицензионные требования должны быть соизмеримы с тем риском, который берет на себя участник рынка. В результате мы вымывали тех, кто работает напрямую с конечным инвестором, «на земле». Инвестконсультант, или персональный доверительный управляющий, – это как раз тот человек, который бегает по земле и находит тех людей, которые, может быть, в финансовом рынке и не особо понимают, но хотят инвестировать свои средства. У нас консультантов нет. О каком отечественном инвесторе мы говорим? Откуда возьмется ликвидность? Мы сами от нее уходим. Давайте еще повысим требования к собственным средствам - у нас тогда на рынке останется 30 брокеров.

Юрий Минцев. Сбербанк останется. Он в каждом городе есть.

Андрей Широухов. Но Сбербанк не разговаривает с каждым клиентом.

Юрий Минцев. Прикажут – научится.

Андрей Широухов. Вот не уверен. Как раз тот, кто ищет клиента и разговаривает с каждым – это персональный доверительный управляющий.

Алексей Тимофеев. Не все умеют слышать иронию в голосе Юрия и покупаются, должен обратить внимание.

Елена Левина. Проблема на самом деле большая. Приходят «Алоры» и «Финамы» - у нас в Ростове есть много московских компаний, в офисах которых сидят девочки и мальчики, нацеленные только на то, чтобы привлекать клиента на брокерское обслуживание. Спектр других услуг абсолютно не оказывается. Моей компании 17лет, и я знаю, что если мы уйдем с рынка, мои клиенты в «Тройку» или куда-то там не перейдут, потому что это уже было. И они возвращались. Потому что я сижу в офисе по юридическому адресу, можно прийти и поговорить со мной, а компания, которая приехала из другого города - попробуйте достучаться кому-нибудь из топ-руководства, если возникают проблемы. А отсылают туда, потому что они на месте не решают проблемы.

Алексей Тимофеев. Предлагаю на этом завершить на круглый стол и поблагодарить всех его участников за выступления. Спасибо.

Виктор Коновалов
заместитель директора «Интерфакс-ЦЭА»

Майские распродажи

Российский рынок акций в мае продолжил снижаться третий месяц подряд на фоне нестабильной конъюнктуры мировых фондовых и товарных рынков

Снижение российского индекса S&P/IFCI по итогам мая составило 19,6% (2-й результат с конца из 21 фондового индикатора emerging markets), бразильский рынок потерял при этом 14,2%, индийский – 11,4%, китайский – 10,4%. Наилучшие результаты в мае продемонстрировали фондовые рынки Марокко (снижение всего на 2,2%), Тайваня (-4,6%) и Малайзии (-4,6%).

Снижение российского индекса S&P/IFCI по итогам мая составило 19,6% (2-й результат с конца из 21 фондового индикатора emerging markets), бразильский рынок потерял при этом 14,2%, индийский – 11,4%, китайский – 10,4%. Наилучшие результаты в мае продемонстрировали фондовые рынки Марокко (снижение всего на 2,2%), Тайваня (-4,6%) и Малайзии (-4,6%).

Если брать итоги первых пяти месяцев 2012 года, то и здесь фондовый рынок России оказался в группе аутсайдеров с показателем снижения в 7,7% (также 2-й результат с конца), бразильский рынок при этом снизился на 7,6%, в то время как фондовый рынок Индии вырос на 1%, а Китая – на 2%.

Активные распродажи российских акций начались с самых первых чисел мая, что было подогрето слабой западной статистикой, политической неопределенностью в Европе и России, а также рухнувшей нефтью на заявлениях ОПЕК. Индекс ММВБ уже в первую неделю месяца растерял все скудные остатки роста с начала года и скатился к уровням декабря прошлого года.

Число безработных в Германии в апреле увеличилось впервые за полгода – прирост составил 19 тыс. (до 2,87 млн человек) при прогнозах снижения на 10 тыс. Производственная активность в еврозоне (PMI 17 стран еврозоны) в апреле снизилась девятый месяц подряд, индекс опустился до 45,9 пункта при прогнозе неизменности показателя с мартовского уровня 47,7 пункта.

Европейский центробанк (ЕЦБ) на своем очередном заседании сохранил базовую процентную ставку неизменной на уровне 1% годовых, как и ожидалось, но глава банка Марио Драги заявил, что ЕЦБ даже не обсуждал на заседании возмож-

В этой статье:

Неустойчивый новостной фон.

Греция и другие.

Ослабление веры инвесторов.

ность снижения ставки, отметив при этом, что перспективы экономики еврозоны стали более неопределенными.

В свою очередь индекс деловой активности в сфере услуг США (ISM Non-Manufacturing) в апреле упал до 53,5 пункта при прогнозах снижения до 55,3 пункта с мартовских 56 пунктов, что добавило негатива в динамику акций. При этом официальные данные с рынка труда США показали прирост рабочих мест в апреле всего на 115 тыс. при прогнозах увеличения на 160 тыс.

Нефть сорта WTI рухнула ниже 100 долларов за баррель на слабой статистике из США и заявлениях главы ОПЕК о том, что цена нефти выше 100 долларов за баррель не устраивает участников картеля из-за сопутствующего снижения спроса.

На президентских выборах во Франции победил кандидат от социалистической партии Франсуа Олланд, что вызвало рост опасений возможного пересмотра договора внутри еврозоны о поддержке экономики.

В свою очередь парламентские выборы в Греции завершились победой партий, настроенных против европейских программ спасения страны, что поставило под вопрос способность Греции провести согласованные с ЕС реформы. При этом падение мировых площадок усилилось из-за политического кризиса в Греции, где попытки формирования коалиционного правительства провалились. На фоне усилившейся политической нестабильности в Греции главы европейских центральных банков начали открыто высказываться о возможности выхода данной страны из еврозоны.

К внутренним новостям, локально поддержавшим рынок, можно отнести инаугурацию президента России Владимира Путина и его поручения по подготовке основных госпрограмм до конца 2012 года, касающихся развития здравоохранения, образования, культуры, соцподдержки, науки и технологий, транспортной системы. К этому же сроку поручено подготовить госпрограмму развития сельского хозяйства и регулирования рынков сельхозпродукции, сырья и продовольствия.

После локального отскока российский рынок акций вновь оказался под давлением на новостях от американского банка JPMorgan, который заявил о потерях на собственных торговых операциях с кредитными деривативами на сумму свыше 2 млрд долларов и признал, что это было связано с ошибочной рыночной стратегией.

Дополнительным негативом для Европы стали данные по промышленному производству в еврозоне за март – показатель упал на 2,2% в годовом исчислении при прогнозах снижения всего на 1,4% (в феврале промпроизводство снизилось на 0,3% при прогнозах роста на 0,4%).

Новая волна распродаж пришлась на утро 18 мая, когда российские индексы скатились в район минимумов прошлого года на новостях о понижении рейтинга Греции и ряда испанских банков, после чего рынок за счет закрытия «коротких позиций» игроками довольно быстро отыграл большую часть потерь.

Рейтинговое агентство Fitch снизило кредитные рейтинги Греции в национальной и иностранной валюте на одну ступень – с «B-» до «CCC». Потолок странового рейтинга был пересмотрен с «AAA», который ранее Fitch присвоило всем странам еврозоны, на «B-», чтобы отразить существенные риски выхода Греции из валютного блока. Рейтинговое агентство Moody's Investors Service понизило рейтинги 16 испанских банков, включая крупнейшие в стране Banco Santander и Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, из-за ухудшения ситуации в испанской экономике. Оценки кредитоспособности ряда кредитных организаций были снижены сразу на три ступени.

Негатива добавили также данные о деловой активности Филадельфии (индекс активности в мае упал до минус 5,8 пункта при прогнозах роста до 10 пунктов) и индекс опережающих экономических показателей Conference Board (индекс снизился в апреле на 0,1% при прогнозах роста на 0,1%).

Обнародование состава нового правительства России сняло фактор политической неопределенности после президентских выборов, но данное событие было практически проигно-

рировано рынком, который продолжал пристально следить за мировой конъюнктурой.

Пик падения российского рынка акций пришелся на 24 мая на ожиданиях выхода Греции из еврозоны, индекс ММВБ в первой половине дня опускался в район 1240 пунктов, что является минимумом с июля 2010 года. Поводом для игры на понижение послужили заявления бывшего премьер-министра Греции Лукаса Пападимоса об обсуждении правительством страны подготовки к выходу из зоны евро.

Негатива добавили и новости, что японский центробанк на своем заседании воздержался от введения новых мер стимулирования экономики, а в Великобритании розничные продажи в апреле упали сильнее прогнозов. В Германии индекс делового доверия Ifo в мае впервые за полгода снизился – до 106,9 пункта (минимум с ноября 2011 года) при прогнозах снижения до 109,4 пункта с апрельских 109,9 пункта.

Лишь в последние несколько дней месяца рублевые цены отечественных акций смогли немного скорректироваться вверх, что привело к некоторому росту индекса ММВБ, но этот рост в основном объяснялся резким снижением курса рубля к доллару США, который составил более 10%. При этом индекс РТС продолжил снижаться и в последний день месяца обновил минимум с лета 2010 года.

Надежды инвесторов на дополнительную поддержку экономики КНР практически сошли на нет после того, как агентство «Синьхуа» заявило без указания источников, что Пекин не планирует реализовывать меры стимулирования в том объеме, который наблюдался во время финансового кризиса 2007-2009 годов.

Негативом для Европы стало также падение индекса делового и потребительского доверия к экономике еврозоны в мае – показатель снизился до 90,6 пункта (минимум с октября 2009 года) при прогнозах снижения до 91,9 пункта. Резкое снижение доверия в еврозоне отражает последствия безрезультатных парламентских выборов в Греции, повысивших вероятность раскола валютного союза.

В США вышла слабая статистика по рынку недвижимости – индекс незавершенных сделок по продаже домов в апреле снизился до 95,5 пункта с мартовского уровня 101,4 пункта. Статистика от ADP по рынку труда США также не оправдала ожиданий аналитиков – прирост рабочих мест в производственном секторе в мае составил всего 133 тыс. при прогнозах повышения на 150 тыс. после роста на 119 тыс. в апреле. В результате, индекс РТС по итогам мая снизился на 22% – до 1242,43 пункта, а индекс ММВБ продемонстрировал в мае снижение на 11,3%, опустившись до 1306,42 пункта. По итогам первых пяти месяцев 2012 года снижение индекса РТС составило 10,1%, а индекса ММВБ 6,8%.

Согласно данным Emerging Portfolio Fund Research (EPFR), отток капитала из фондов, инвестирующих в российские акции, в мае составил порядка 350–360 млн долларов. Таким образом, с начала 2012 года общий объем притока средств в российские фонды составил около 950 млн долларов, причем основной поток средств поступил в первом квартале текущего года, в то время как в апреле-мае наблюдался отток.

Цены российских евробондов в мае

Несмотря на то что рынок российских еврооблигаций в мае в целом вел себя более устойчиво по сравнению с рынком акций, тем не менее по итогам месяца все выпуски отечественных евробондов продемонстрировали снижение котировок. Цены самого ликвидного тридцатилетнего суверенного выпуска снизились по итогам месяца на 1,93% (до 117,63% от номинала), а их спред к десятилетним US Treasuries расширился за месяц на 68 базисных пунктов и 31 мая составил 275 базисных пунктов. Доходность выпуска «Россия-30» по итогам мая выросла на 32 базисных пункта и составила 4,31% годовых, в то время как доходность десятилетних казначейских облигаций США снизилась за месяц на 36 базисных пунктов, составив 31 мая 1,56% годовых.

Вместе с тем начало месяца было довольно оптимистичным для сектора валютных госбумаг, котировки еврооблигаций росли на фоне нестабильной внешней конъюнктуры и сильного падения рынка акций. Максимальных уровней котировки тридцатилетнего выпуска достигли 3 мая, когда они поднимались до 121,13% от номинала. Такая динамика валютных госбумаг была продиктована несколькими факторами. Во-первых, апатия инвесторов к российскому фондовому рынку вылилась в то, что инвесторы стали покупать отечественные активы с минимальным риском. Во-вторых, стабильная ситуация в секторе американских казначейских облигаций также вдохновляла участников рынка на игру вверх.

Лишь в конце первой недели мая цены российских государственных еврооблигаций стали снижаться на фоне падения фондового рынка, причем снижение активизировалось после публикации слабой статистики по рынку труда США. В конце первой декады месяца падение продолжилось из-за негативной конъюнктуры мировых фондовых и сырьевых площадок, которые в свою очередь падали на новостях из Франции, где на президентских выборах победил кандидат от социалистической партии Франсуа Олланд, и Греции, где

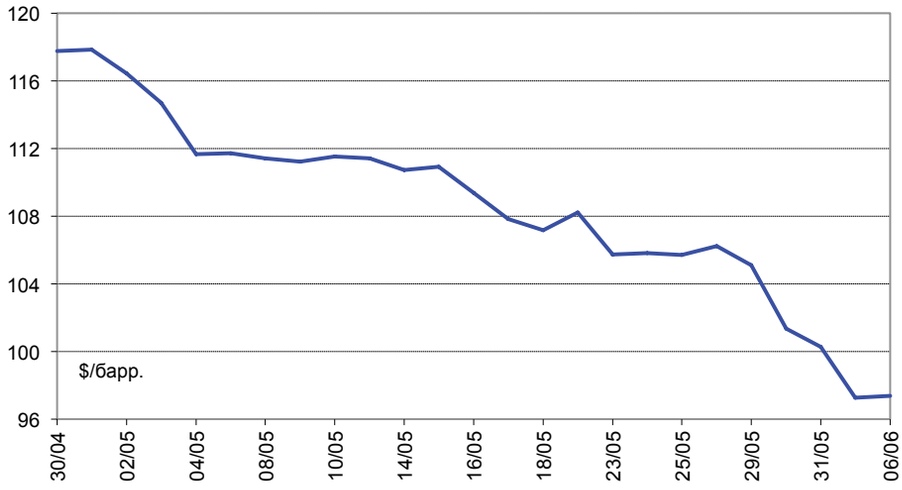
парламентские выборы завершились победой партий, настроенных против европейских программ спасения страны.

В дальнейшем тенденция к снижению цен валютных госбумаг поддерживалась опасениями относительно возможного выхода Греции из еврозоны. Эти опасения были спровоцированы тем, что переговоры по вопросу о создании коалиционного правительства в Греции не принесли успеха, и в связи с этим в стране были назначены повторные выборы в парламент. Кроме того, на руку игрокам на понижение была информация о снижении рейтинговым агентством Moody's рейтингов 26 итальянских банков.

Пик падения российских суверенных еврооблигаций пришелся на начало дня 18 мая, когда котировки самого ликвидного тридцатилетнего выпуска опускались до 117,25% от номинала. Этому способствовало сильное падение мировых рынков капитала на фоне общемирового пессимизма, вызванного опасениями за судьбу еврозоны из-за обострившихся проблем в Греции и роста доходности испанских облигаций. Подливали масла в огонь и рейтинговые агентства Fitch и Moody's, заявившие о снижении кредитных рейтингов Греции и 16 испанских банков.

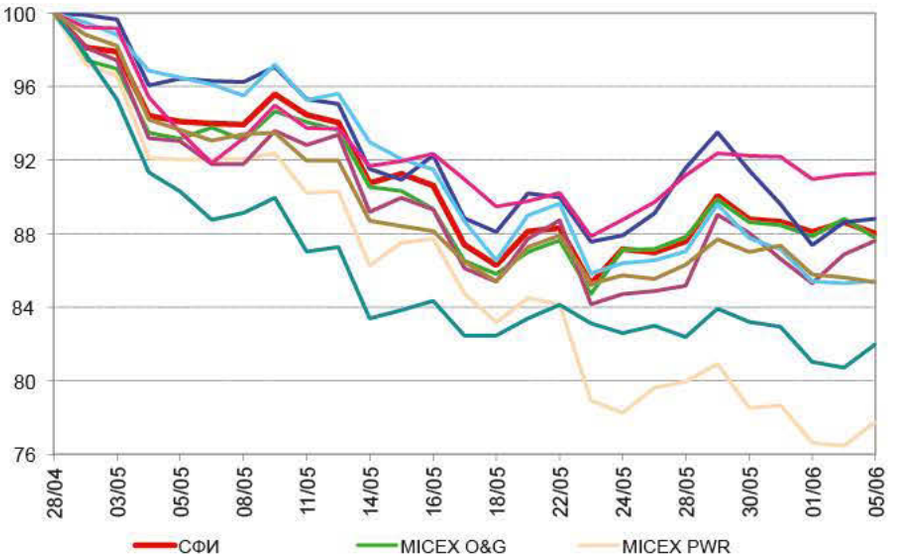
В начале третьей декады мая котировки российских еврооблигаций немного скорректировались вверх после сильного падения неделей ранее на фоне локальной стабилизации ситуации на мировых рынках капитала. По мнению аналитиков, на руку игрокам на повышение были как технические факторы, так и общерыночные позитивные настроения. В частности, благоприятными факторами для рынка выступили результаты саммита «большой восьмерки (G8), в итоговом коммюнике которого было сказано о том, что власти еврозоны видят Грецию внутри монетарного союза.

Рисунок 1. **Динамика котировок нефти Urals c.i.f. Средиземноморье**



В предыдущем номере журнала «Вестник НАУФОР» №5 была допущена неточность в должности управляющего директора российского брокерского бизнеса ФК «Открытие» Юрия Минцева, который был назван президентом компании «Открытие брокер». Приносим свои извинения компании и персонально г-ну Минцеву.

Рисунок 2. **Динамика сводного и отраслевых фондовых индексов ММВБ**



Источник: ММВБ.

Также позитивной была информация из Китая, где власти сделали акцент на стимулирование экономического роста. Кроме того, в пользу покупателей могли сыграть и внутренние новости, в частности оглашение состава нового кабинета министров.

Вместе с тем в конце месяца ситуация в секторе отечественных евробондов вновь стала ухудшаться под давлением возобновившегося падения мировых рынков. В очередной раз инвесторы были обеспокоены новостями из Европы. К тому же переговоры о выпуске единых европейских облигаций в очередной раз завершились ничем, так как позиция Германии по данному вопросу была непреклонной. Дополнительное давление на мировые рынки оказали также слухи о долговых проблемах одной из провинций Испании – Каталонии.

Обновление команды

В НАУФОР избран новый Совет директоров.

Ежегодное собрание членов НАУФОР (Совет НАУФОР), состоявшееся 18 июня, избрало новый состав совета директоров ассоциации на ближайшие два года.

Аганбегян Рубен Абелович, президент, председатель Правления ОАО «ММВБ-РТС».
Ананьев Дмитрий Николаевич, первый заместитель председателя комитета по бюджету и финансовым рынкам, Совет Федерации.
Басуев Андрей Винокентьевич, генеральный директор ООО «Унисон Капитал» (Тюмень).
Беляев Вадим Станиславович, президент ФК «Открытие».
Вьюгин Олег Вячеславович, председатель Совета директоров «МДМ-Банка».
Гавриленко Анатолий Григорьевич, председатель Наблюдательного совета ГК «АЛОР».
Гиричев Андрей Сергеевич, руководитель департамента операций на рынке акций, член Правления ЗАО «ВТБ-Капитал».
Горюнов Роман Юрьевич, старший управляющий директор, первый заместитель председателя Правления ОАО «ММВБ-РТС».
Жак Дер Мегредичян, независимый директор.
Дронов Виктор Георгиевич, генеральный директор ЗАО «Управляющая компания» (Екатеринбург).
Златкис Белла Ильинична, заместитель председателя Правления ОАО «Сбербанк России».
Золотарев Сергей Александрович, директор ЗАО «Октан-Брокер» (Омск).
Корищенко Константин Николаевич, руководитель ООО «Меррилл Линч секьюритиз».
Михасенко Олег Владимирович, президент, председатель Правления ООО «Компания БКС».
Перцовский Александр Наумович, председатель Правления ЗАО «Ренессанс Капитал».
Ремша Виктор Михайлович, директор ЗАО «Инвестиционный холдинг «Финам».
Соловьев Денис Вячеславович, управляющий директор по операционным и административным вопросам блока «Корпоративно-инвестиционный банк» «Альфа-банка».
Стрельцов Владислав Юрьевич, Госдума РФ.
Тырышкин Иван Александрович, президент ОАО «Русгрэйн Холдинг».
Шеметов Андрей Викторович, генеральный директор ООО «Атон».
Шведов Анатолий Викторович, председатель Правления ООО «Голдман Сакс Банк».
Ячник Олег Евгеньевич, председатель Совета директоров ОАО «Инвестиционная фирма «ОЛМА».
Таким образом, к Совету директоров НАУФОР на 2012-2014 годы присоединились Вадим Беляев (ФК «Открытие»), Белла Златкис (Сбербанк России), Сергей Золотарев («Октан-Брокер»), Олег Михасенко (БКС), Александр Перцовский («Ренессанс Капитал»), Андрей Шеметов («Атон»), Анатолий Шведов («Голдман Сакс»).
Покинули Совет директоров НАУФОР Андрей Голиков, Александр Кандель, Елена Левина, Марлен Манасов, Борис Синегубко, Владимир Таций, Евгений Юрьев.

Совет директоров НАУФОР является коллегиальным органом управления ассоциацией, действующим в период между общими собраниями ее членов. Оперативное руководство НАУФОР осуществляет Правление.

Яков Крепак
инвестиционный аналитик ИК «Форум»»

Круги по воде

Для поиска наиболее безопасных вариантов преодоления кризиса следует обратиться к законам экономики, которые с течением времени доказывают свою справедливость и обоснованность

На фоне сложившейся неопределенности по поводу восстановления и стабилизации мировой экономики, вопрос грамотного инвестирования ни на миг не теряет своей актуальности. Благоприятные и неблагоприятные периоды в экономике оказывают на рынки соответствующее влияние, вызывая на них подъемы и спады. Классическое же инвестирование подразумевает сохранение и приумножение капитала.

В благоприятные периоды, когда на рынках наблюдается оживление и подъем, акцент смещается в сторону приумножения, так как риск потери капитала или его части сводится к минимуму. Но во времена кризисные, когда появляется паника, а многие из участников предпочитают спасаться бегством, на фондовых рынках начинаются массовые распродажи активов, что вызывает их обвал. В такое время основная цель (как задача минимум) заключается именно в сохранении капитала, тогда как возможность его приумножения кажется призрачной.

Сегодня ситуацию в мире можно смело охарактеризовать как предкризисную, причем размах надвигающегося кризиса приобретает мировой масштаб. В силу того что наибольшие затруднения затронули крупнейшие мировые экономики (США, страны еврозоны), финансовые трудности не обойдут стороной и другие страны. Ведь брошенный в воду камень, моментально уходя ко дну, оставляет после себя круги на воде. Так и ведущие экономики, испытывая трудности, тянут за собой и остальных, поскольку финансово-экономические отношения между странами настолько тесные, что возникает взаимная зависимость. Причем зависимость «слабых» от «сильных» гораздо сильнее обратной.

Еврозона является сегодня крупнейшим очагом долгового кризиса. Тянущееся преддефолтное состояние Греции повлекло за собой вниз всю зону единой валюты. С неспособностью обслуживать государственный долг столкнулись также Португалия и Ирландия. Весьма вероятно, что в скором времени к ним прибавятся Испания и Италия. Доходности по суверенным облигациям этих стран выросли настолько, что обслуживание долга становится очень дорогим, а плохое состояние экономики снижает доходы. Инвесторы, видя нарастающий риск, выходят из активов, а давать в долг становится дороже. Риск и доходность изменяются пропорционально, и это справедливо определяется самим рынком.

В США ситуация немного лучше, но проблем хватает: рецессия в экономике, снижение потребительского спроса, высокий уровень безработицы и огромный госдолг. Тем не менее американской экономике, которая пытается взять курс на восстановление, по-прежнему склонны доверять, так как при необходимости ее щедро стимулируют денежными вливаниями, запустив печатный станок.

В каждом из этих регионов (США и ЕС) отмечается сильное снижение потребительского спроса, что ведет к уменьшению экспорта и производства. Уменьшение производства оказывает негативное влияние на контрагентов компаний и снижение отчислений в бюджет. При критическом соотношении доходов и расходов бюджета принимаются такие меры, как заимствования или сокращение расходов. При замедлении экономики заимствования становятся дороже, и тогда приходится сокращать расходы. Снижение отчислений в бюджет влечет за собой урезание социальных расходов, что негативно влияет на потребительский спрос. А кредитование как для банковского сектора, так и для компаний и частного сектора по-прежнему остается дорогим. Вопрос, в какой из этих этапов круговорота и каким образом эффективнее вмешаться – риторический.

Не хочется совсем сгущать краски и говорить, что механизм кризиса уже запущен. Новый кризис пока только на пороге, а мировые финансовые регуляторы, хоть и вяло, но ищут пути выхода, который не будет безболезненным.

Волнения на рынках создают условия повышенной волатильности, что не дает возможности однозначно определить круг инструментов для оптимального соотношения риска и доходности в такие периоды.

В таких условиях наименее подвержены риску суверенные бумаги сильнейших экономик – США, Германии, Великобритании. Долги этих стран приобретают роль самых надежных защитных активов. Есть и обратная сторона медали – доходность (по суверенным облигациям), которая зачастую не покрывает даже уровень инфляции. Таким образом, инвестор вынужден сознательно идти на относительно небольшие убытки (разница между уровнем инфляции и доходностью по облигациям), чтобы оградить себя от возможных более масштабных потерь. Этот вариант относится к наиболее консервативным: минимальный риск компенсируется отрицательной доходностью, хоть и небольшой.

Другое распространенное мнение участников рынка, желающих уйти от рисков – пережидать кризисные и близкие к ним ситуации на рынках в кэше. В этом случае инвестора подстерегают валютные риски. Неверное решение в выборе валюты или неподходящий момент входа могут повлечь за собой значительные убытки в очень короткие сроки. С учетом того что крупнейшие экономики испытывают трудности, даже ведущие мировые валюты характеризуются повышенным уровнем риска, так как между собой они также торгуются в условиях повышенной волатильности.

В такие периоды, когда рынки находятся во власти эмоций участников, опасения которых время от времени могут вызывать панические настроения, нецелесообразно опираться на большинство законов экономики и уж тем более на технический анализ (и исторические данные).

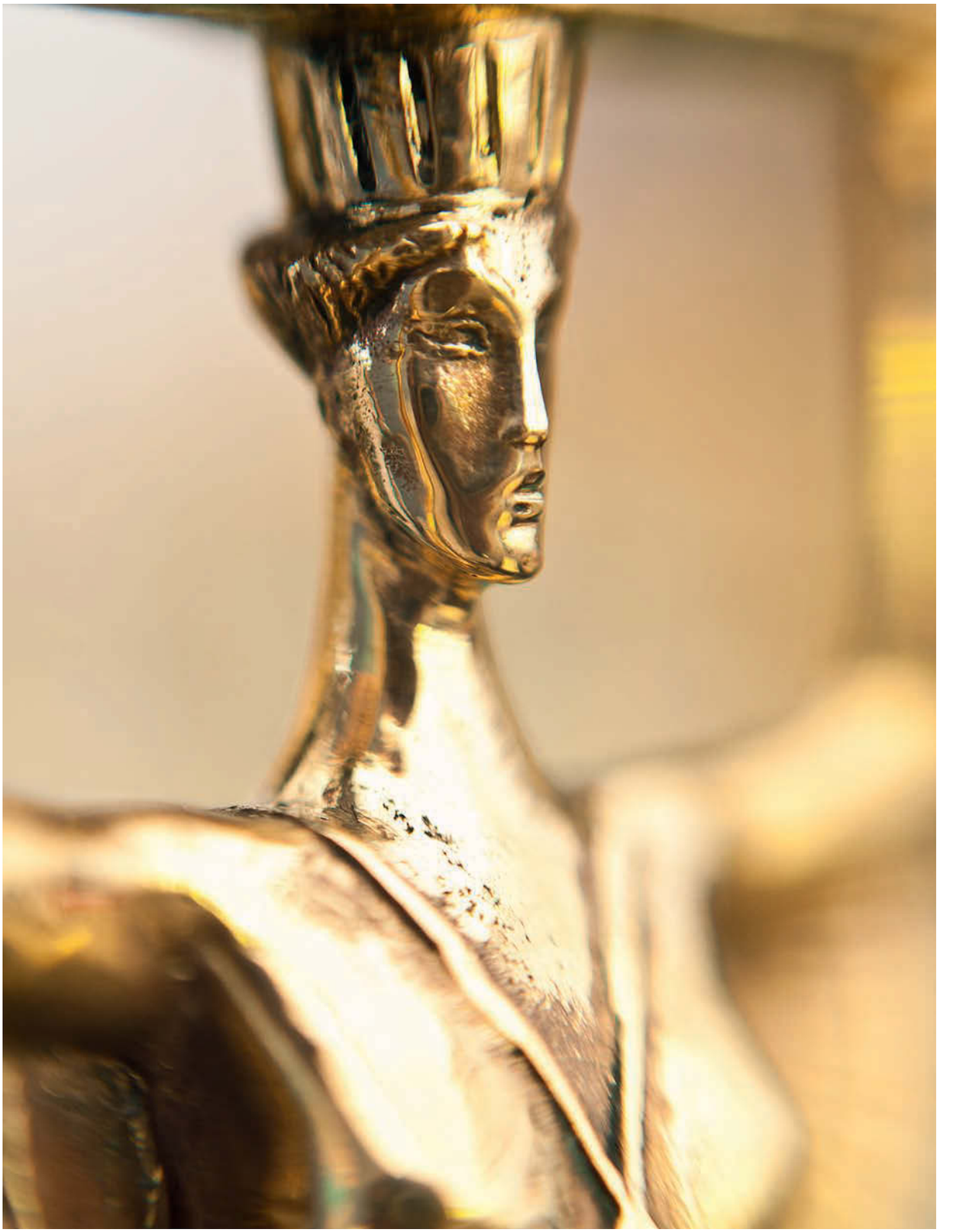
Нестабильность на рынках нефти, металлов делает опасными вложения как в само сырье, так и в компании соответствующих секторов экономики (падение спроса сильно продавливает цену ресурсов), в силу того что спрос на это сырье и продукцию из него характеризует довольно высокая эластичность. Для поиска наиболее безопасных вариантов преодоления кризиса следует обратиться к таким законам экономики, временное отклонение от которых возможно, но с течением времени они доказывают свою справедливость и обоснованность.

В качестве таких объектов инвестирования могут подойти компании, деятельность которых меньше других подвержена влиянию рыночной конъюнктуры. К ним можно отнести производителей продукции первой необходимости, так как спрос на такую продукцию неэластичен. Это означает, что при любом состоянии рынка компания будет генерировать выручку, размер которой не будет столь сильно зависеть от внешних факторов, как у других компаний (выпускающих продукцию, пользующуюся эластичным спросом).

Спрос на продукты питания, лекарства и многие другие товары и услуги едва ли будет существенно снижаться на фоне кризиса. Несомненно, курсовая стоимость любых акций на фоне падения мировых рынков также будет падать – во времена глобальных обвалов на рынках инвесторы избавляются от всех рискованных активов, несмотря на то, что часть из них устойчивы к потря-

сениям рынка и значительное снижение их капитализации, по сути, не отражает действительных фундаментальных потрясений и угрозы их бизнесу. Такие компании, как правило, успешно преодолевают кризисные времена, а их недооцененность в такие времена (то есть заниженная капитализация) быстрее других находит справедливую оценку рынка, что в свою очередь выливается в динамичный рост котировок. Нельзя ни в коем случае отдавать предпочтение объекту инвестирования, исходя только из его принадлежности к сфере экономики. Многое зависит от эффективности ведения бизнеса самой компанией. Сюда можно отнести денежно-кредитную политику компании; план развития и продолжения непрерывной деятельности, как тактический, так и стратегический; надежность контрагентов; наличие судебных разбирательств, эффективный финансовый контроль. В последний входят:

- поддержание безопасной степени «закредитованности», оптимальное соотношение собственного и заемного капитала;
- своевременное погашение дебиторской и кредиторской задолженностей;
- эффективная дивидендная политика, способная приносить акционерам доход выше, чем альтернативный, и в то же время возможность инвестировать в развитие компании.



ЭЛИТА ФОНДОВОГО РЫНКА 2011

18 июня 2012 года в Московском городском гольф-клубе состоялась ежегодная церемония награждения победителей Национального конкурса "Элита фондового рынка"

Конкурс проводится с 2000 года и остается одним из самых объективных и авторитетных на фондовом рынке. Состав победителей 2011 года наглядно говорит о тенденции в индустрии лицензированных посредников на российском фондовом рынке – прочное место заняли крупные государственные банки.

Номинантов на победу выдвигают сами профессиональные участники рынка ценных бумаг. Для этого на сайте НАУФОР в начале каждого года проводится анкетирование. В этом году оно закончилось в середине марта. Затем списки с претендентами на победу передаются Национальному жюри. В этом году в него вошли Алексей Тимофеев, Белла Златкис, Анатолий Гавриленко, Константин Корищенко, Олег Ячник, Денис Соловьев, Андрей Гиричев, Роман Горюнов, Олег Михасенко. Голосование членов жюри состоялось 5 июня в Москве.

Количество номинаций остается неизменным – 15, плюс 7 призов для лучших компаний регионов.

Торжественная церемония награждения состоялась сразу после завершения совета НАУФОР и выбора нового состава Совета директоров. Гости собирались под музыкальное сопровождение джазового квартета The Jazz Passengers .По традиции церемонию вели Ирина Россиус и Александр Кареевский (ВГТРК), вручать награды помогали модели агентства Modus Vivendis.

В номинации «Компания Юга России победила воронежская компания «Инвестиционная палата». Статуэтка была вручена заместителю генерального директора Алексею Петрову.

Компанией Уральского региона во второй раз подряд признана корпорация «Монолит» из Уфы. Для вручения статуэтки на сцену поднялся начальник клиентского отдела Олег Хлестков.

Компанией Северо-Западного региона стало ЗАО «Балтийское Финансовое Агентство». Статуэтка была вручена генеральному директору компании Надежде Лазуниной. Компанией Восточно-Сибирского региона стала «Брокеркредитсервис». На сцену поднялся президент Финансовой группы БКС Олег Михасенко.

В номинации «Компания Поволжского региона» выиграла УК «АК БАРС КАПИТАЛ». Компанией Западно-Сибирского региона стала омская компания ЗАО «Октан-Брокер».

В номинации «Лучший трейдинг» награда была присуждена инвестиционной компании «Тройка Диалог» – неизменному победителю в этой номинации с 2006 года. За наградой на сцену поднялся заместитель руководителя управления глобальных рынков «Тройки Диалог» Тимур Насардинов.

Статуэтка в номинации «Лучшая аналитика» решением жюри была присуждена ЗАО «ВТБ Капитал». За наградой на сцену вышел соруководитель аналитического департамента «ВТБ Капитал» Дмитрий Дмитриев.

Выбирая победителя из номинантов «Лучшая юридическая служба», где были представлены компании «Линия Права», «ВТБ Капитал», «Тройка Диалог», ММВБ-РТС, Центр развития фондового рынка (ЦРФР), жюри приняло решение отметить личный вклад в развитие законодательства на финансовом рынке Татьяны Михайловны Медведевой.

Лучшим кастодианом по итогам 2011 года вновь был признан ЗАО «ING Банк (Евразия)». Статуэтка была вручена начальнику управления депозитарных услуг ЗАО «ING Банк (Евразия)» Наталье Сидоровой.

Победителем в номинации «Развитие бизнеса» в 2011 году была признана инвестиционно-финансовая компания «Метрополь». Компания в конце 2010 года обновила руководство инвестиционно-финансовым подразделением, что дало высокие результаты в 2011 году. За получением награды на сцену поднялся главный исполнительный директор ИФК «Метрополь» Алексей Родзянко.

Последней наградой в первой части церемонии стало вручение статуэтки «Новый финансовый инструмент». Национальное жюри отметило завоевавшие в 2011 году большую популярность фьючерсы на корзину облигации федерального займа, предложенные биржей ММВБ-РТС. На сцену за получением награды поднялся старший управляющий директор, первый заместитель председателя Правления ОАО «ММВБ-РТС» Роман Горюнов.

Ярким украшением вечера стало выступление музыкального коллектива Юрия Медяника и Emotion Orchesrta. Коллектив, сформированный из блистательных молодых музыкантов, играющих на самых престижных площадках мира, представил публике собственную интерпретацию музыки аргентинского композитора Астора Пьяцоллы и поляка Ежи Петерсбургского. На «Элите» играл «звездный» состав Emotion Orchesrta: Юрий Медяник (баян), Сергей Поспелов (скрипка), Андрей Тихонов (контрабас) и Артем Дервоед (гитара). Артем – талантливейший гитарист современности, который выиграл практически все существующие международные гитарные конкурсы - отдельно порадовал публику сольной французской композицией.

«ВТБ Капитал» наряду с победой в номинации «За лучшую аналитику» выиграл статуэтки в номинациях «Компания рынка акций» и «Лучший инвестиционный банк». Награду в этих номинациях получал руководитель департамента операций на рынке акций, член Правления ЗАО «ВТБ Капитал» Андрей Гиричев.

Победителем в номинации «Компания рынка облигаций» стал Сбербанк России. За наградой на сцену были приглашены директор центра по операциям на глобальных рынках Сбербанка России Алексей Зайцев и начальник отдела оперативного управления балансом Геннадий Зайцев.

Управляющий директор ФК «Открытие» Юрий Минцев поднялся на сцену за статуэткой в номинации «Компания срочного рынка», присужденной ФК «Открытие».

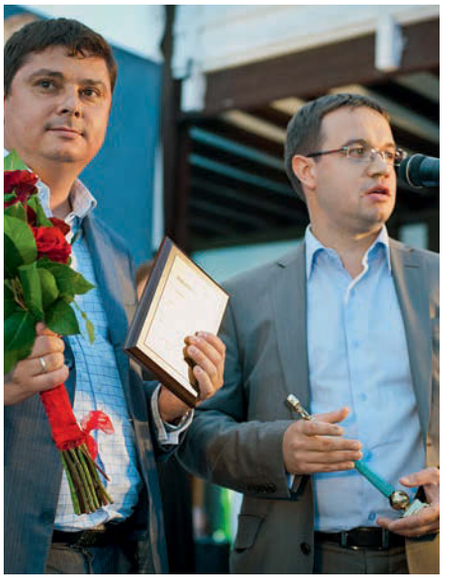
Лучшей управляющей компанией в 2011 году стала УК «Райффайзен Капитал», которая уже выигрывала эту номинацию в 2010 году. На сцену за

наградой поднялся генеральный директор компании Владимир Соловьев.

Компанией услуг для розничных инвесторов был признан Сбербанк России. Статуэтка была вручена начальнику управления клиентского обслуживания на финансовых рынках Сбербанка России Александру Чумаченко.

Проектом по развитию национального фондового рынка жюри признало объединение бирж ММВБ и РТС. На сцену поднялись президент, председатель Правления ОАО «ММВБ-РТС» Рубен Аганбегян и старший управляющий директор, первый заместитель председателя Правления ОАО «ММВБ-РТС» Роман Горюнов.

Кульминацией церемонии стало вручение наград «За личный вклад в развитие фондового рынка» и «Компания года». Национальное жюри приняло решение наградить за личный вклад в развитие фондового рынка Романа Горюнова. В номинации «Компания года» выбор был сделан в пользу Сбербанка России. Награду получил начальник управления клиентского обслуживания на финансовых рынках Сбербанка России Александр Чумаченко.



ЭЛИТА
2 ГОДА

Консалтинговый центр НАУФОР приглашает на семинары по повышению квалификации профучастников и подготовке к экзаменам ФСФР России

Семинары по подготовке к экзаменам ФСФР России

Название	Город	Дата	Время проведения
Базовый курс «Основы рынка ценных бумаг»	Москва	20.08-04.09.2012	пн-чт 18:00-21:00 пт 17:00-20:00
Курс 1.0 «Брокерская, дилерская деятельность и деятельность по управлению ценными бумагами»	Москва	22.08-31.08.2012	пн-чт 18:00-21:00 пт 17:00-20:00
Курс 5.0 «Управление инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами»	Москва	03.09-13.09.2012	пн-чт 18:00-21:00, пт 17:00-20:00
Курс 4.0 «Депозитарная деятельность»	Москва	17.09-19.09.2012	пн-ср 18:00-21:00

Семинары для профучастников

Название	Город	Дата	Время проведения
Противодействие легализации доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма	Москва	23.08.2012	10:00-17:00

КЦ НАУФОР оказывает услуги по проведению экспертизы профессиональной деятельности организаций на фондовом рынке

Экспертиза осуществляется в полном соответствии с требованиями, предъявляемыми ФСФР России при проведении выездных и камеральных проверок.

Наши специалисты помогут устранить выявленные нарушения, а также избежать соответствующих санкций регулятора.

Экспертиза включает в себя:

- Экспертизу учредительных документов и штатного расписания организации;
- Оценку осуществления внутреннего контроля и ведение внутреннего учета сделок, включая срочные сделки, и операций с ценными бумагами;
- Экспертную оценку осуществления брокерской, дилерской, депозитарной деятельности, а также деятельности по управлению ценными бумагами;
- Проверку порядка ведения бухгалтерского учета в организации и порядка расчета собственных средств;
- Проверку информации, указанной в отчетности организации;
- Экспертную оценку системы управления рисками в организации.