

# «НУЖЕН ОБЩИЙ ЗАКОН О БИРЖАХ» В АВГУСТЕ ЭТОГО ГОДА ОБЪЕМ СРОЧНЫХ КОНТРАКТОВ НА ИНДЕКС RTS ПРЕВЫСИЛ ОБЪЕМ СДЕЛОК С ЛЮБОЙ ДРУГОЙ БУМАГОЙ НА СПОТОВОМ РЫНКЕ. НО СКАЗАТЬ, ЧТО ОТЕЧЕСТВЕННЫЙ СРОЧНЫЙ РЫНОК ОБРЕЛ ЧЕРТЫ РАЗВИТОГО, ПОКА НЕЛЬЗЯ. О ТОМ, ЧТО ЭТОМУ МЕШАЕТ, В ИНТЕРВЬЮ КОРРЕСПОНДЕНТУ ВВГ ПЕТРУ РУШАЙЛО РАССКАЗАЛ ПРЕДСЕДАТЕЛЬ ПРАВЛЕНИЯ БИРЖИ RTS РОМАН ГОРЮНОВ.



**РОМАН ГОРЮНОВ**  
ПРЕДСЕДАТЕЛЬ  
ПРАВЛЕНИЯ  
ФОНДОВОЙ БИРЖИ RTS

**BUSINESS GUIDE:** Насколько сейчас для развития российского срочного рынка нужны изменения законодательства?

**РОМАН ГОРЮНОВ:** Изменения в законодательство оказывают существенное влияние на развитие рынка. Достаточно вспомнить недавние изменения в Гражданский кодекс, обеспечивающие юридическую защиту срочных сделок. Хотя, с точки зрения биржи, эта поправка носит психологический характер — она относится в основном к внебиржевым сделкам, потому что по биржевым подобный вопрос не возникает. Во-первых, биржа использует финансовое обеспечение исполнения сделок, а во-вторых, у биржевых сделок и так была юридическая защита. Но значительное количество участников рынка считало, что в России никакие срочные сделки судебной защите не подлежат и, значит, работать на любом сегменте этого рынка опасно. Поэтому принятие такой поправки создало у людей ощущение защищенности рынка, в том числе за счет ликвидации психологического барьера.

**ВВГ:** Вы на себе почувствовали эффект от этого?

**Р. Г.:** Да, почувствовали. За счет того, что целый ряд глобальных банков начал после этого торговать на срочном рынке. До этого они хоть и были аккредитованы, но не торговали. А сразу после принятия поправки начали.

**ВВГ:** На объеме торгов это насколько сильно сказалось?

**Р. Г.:** Рынок и без этого рос, и оценить количественно эффект именно законодательных изменений затруднительно. Но я полагаю, что это десятки процентов. Пока. Но впоследствии все это скажется в значительно большей степени, потому что данная проблема существовала в первую очередь для крупных западных участников рынка, а у них временной лаг по выходу на рынок значительный.

**ВВГ:** А что в первую очередь волнует российских участников?

**Р. Г.:** На сегодняшний день я бы выделил две глобальные проблемы. Первая связана с ограничениями работы на рынке различных категорий инвесторов. У нас, особенно после событий 1998 года, все, что ассоциировалось со срочным рынком, вызывало у чиновников неприятие. Поэтому и российское законодательство в данной области построено по принципу «все запрещено, но в небольших объемах разрешено». А в некоторых сферах вообще все запрещено. В связи с этим для многих категорий инвесторов работа с инструментами срочного рынка просто физически невозможна. В первую очередь речь идет об институциональных инвесторах — различных видах фондов, страховых компаниях. И я думаю, что на нынешнем этапе это один из главных факторов, сдерживающих развитие рынка. И, соответственно, наоборот — если удастся решить эту проблему, это будет одним из существенных факторов роста.

**ВВГ:** Вы на себе почувствовали эффект от этого?

**Р. Г.:** Да, почувствовали. За счет того, что целый ряд глобальных банков начал после этого торговать на срочном рынке. До этого они хоть и были аккредитованы, но не торговали. А сразу после принятия поправки начали.

**ВВГ:** На объеме торгов это насколько сильно сказалось?

**Р. Г.:** Рынок и без этого рос, и оценить количественно эффект именно законодательных изменений затруднительно. Но я полагаю, что это десятки процентов. Пока. Но впоследствии все это скажется в значительно большей степени, потому что данная проблема существовала в первую очередь для крупных западных участников рынка, а у них временной лаг по выходу на рынок значительный.

**ВВГ:** А что в первую очередь волнует российских участников?

**Р. Г.:** На сегодняшний день я бы выделил две глобальные проблемы. Первая связана с ограничениями работы на рынке различных категорий инвесторов. У нас, особенно после событий 1998 года, все, что ассоциировалось со срочным рынком, вызывало у чиновников неприятие. Поэтому и российское законодательство в данной области построено по принципу «все запрещено, но в небольших объемах разрешено». А в некоторых сферах вообще все запрещено. В связи с этим для многих категорий инвесторов работа с инструментами срочного рынка просто физически невозможна. В первую очередь речь идет об институциональных инвесторах — различных видах фондов, страховых компаниях. И я думаю, что на нынешнем этапе это один из главных факторов, сдерживающих развитие рынка. И, соответственно, наоборот — если удастся решить эту проблему, это будет одним из существенных факторов роста.

**«НИЧЕМ ПРИНЦИПАЛЬНЫМ ТОВАРНАЯ БИРЖА НЕ ОТЛИЧАЕТСЯ ОТ ФОНДОВОЙ. ОНА ВЫПОЛНЯЕТ ТЕ ЖЕ ФУНКЦИИ, ОНА ДОЛЖНА БЫТЬ ТАКОЙ ЖЕ НАДЕЖНОЙ, У НЕЕ ДОЛЖНА БЫТЬ ТАКАЯ ЖЕ ЭЛЕКТРОННАЯ СИСТЕМА, КВАЛИФИЦИРОВАННЫЙ ПЕРСОНАЛ, ПРОЗРАЧНАЯ СТРУКТУРА УПРАВЛЕНИЯ И Т. Д.»**



**ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВО**

**ВВГ:** Это проблема только срочного рынка или и спотового тоже?

**Р. Г.:** В основном срочного. На спот-рынке такой проблемы нет. Со срочным рынком все иначе. Например, для паевых инвестиционных фондов в законе об инвестиционных фондах прописана возможность размещения в инструменты срочного рынка только небольшой доли — 10% — активов ПИФов, да и то только в целях хеджирования. При этом ни где в законе не написано, что есть хеджирование и как понять, действует управляющий именно в целях страхования или нет. По пенсионным фондам и по страховым компаниям правила еще строже. Хотя сейчас для негосударственных пенсионных фондов некоторые послабления предусмотрены законом, но пока нет подзаконных актов.

Ключевая же проблема здесь в следующем. События последнего времени ясно показали, что инструменты срочного рынка необходимы, особенно когда рынок акций перестал расти. Когда был рост, все эти фонды показывали прекрасную доходность — 70–80% в год. А когда рынок перестал расти, появились вопросы. Первый: рынок может упасть, значит, фондам нужно хеджировать этот риск. И второй: как вообще зарабатывать деньги, когда рынок не растет? Возможности для заработка денег с помощью классических инструментов достаточно ограничены. В связи с этим, по-моему, просто очевидно, что если инструменты срочного рынка не допустить к использованию, в том числе коллективными инвесторами, через какое-то время в развитии данной отрасли появятся достаточно серьезные ограничения.

**ВВГ:** А какие-то аргументы в пользу запрета использования инструментов срочного рынка коллективными инвесторами, кроме упомянутого вами неприятия чиновников, приводятся?

**Р. Г.:** Обычно говорят, что использование инструментов срочного рынка связано с левереджем, то есть возможностью торговать с большим плечом. И второе, что в России срочный рынок малоразвит — низкая ликвидность, слабое регулирование, опять же кризис 1998 года. На мой взгляд, второго аргумента уже вообще нет. Рынок достиг серьезных масштабов, и говорить про то, что он низколиквидный или неуправляемый, просто не приходится. А что касается левереджа, то при грамотном управлении, регулировании на уровне Федеральной службы по финансовым рынкам это можно спокойно контролировать.

Безусловно, есть какие-то консервативные категории инвесторов, у которых должны быть более жесткие ограничения. Но последний опыт ипотечного кризиса показал, что проблемы могут возникнуть не только с использованием деривативов, но с использованием ипотечных ценных бумаг. А российским законодательством институциональным инвесторам разрешено покупать, продавать, иметь в портфеле такие бумаги. Не стоит забывать, что работа на рынке акций тоже сопряжена с достаточно серьезным уровнем риска.

Поэтому надо регулировать деятельность инвесторов на срочном рынке, но не надо ее запрещать. При этом, наверное, правильно было бы разделить инвесторов по категориям. Насколько я знаю, в Госдуме сейчас внесены поправки в закон об инвестфондах, которые предполагают, что разде-

ляется понятие фондов. Будут фонды для квалифицированных инвесторов и для неквалифицированных. И, соответственно, отношение к работе с разными финансовыми инструментами у данных категорий фондов будет различным.

**ВВГ:** Хорошо, а какова вторая глобальная проблема?

**Р. Г.:** Это налогообложение, причем налогообложение в двух ипостасях. В первую очередь речь о налогообложении физических лиц. В первую очередь множество вопросов вызывает налогообложение инструментов, базовым активом которых не являются ценные бумаги. В Налоговом кодексе вообще ничего на данную тему не написано.

**ВВГ:** Вы имеете в виду, как сальдировать операции?

**Р. Г.:** В принципе как по ним считать налоги, не просто как сальдировать. С чего брать налог? Что является налогооблагаемой базой? Очевидно, что из соображений здравого смысла это должно быть сальдо вариационной маржи, потому что по фьючерсам на ценные бумаги и на товары механизм получения дохода абсолютно одинаковый. Но поскольку в Налоговом кодексе механизм аналогий не предусмотрен, возникает неопределенность относительно того, как это делать. Никакой внятной позиции со стороны налоговых органов на этот счет на текущий момент нет. И это сдерживает активное развитие данного рынка. Без понимания того, как платить налоги, в нашей стране сейчас уже мало кто будет совершать операции.

Вторая часть проблемы заключается в том, что для физлиц невозможно сальдирование операций на рынке акций и на рынке фьючерсов. То есть нельзя одновременно торговать фьючерсами на РАО ЕЭС и самими акциями РАО, строя противоположные позиции, потому что налоговые базы не объединяются. Очевидно, что по одной из этих операций получается минус, по другой — плюс. С плюсом нужно заплатить налоги, а минус не зачитывается. Поэтому, как правило, на текущий момент все клиенты сегментируются, то есть они торгуют либо фьючерсами, либо акциями, потому что одновременно торговать обоими инструментами смысла нет.

**ВВГ:** Какие-то попытки решить эту проблему предпринимались?

**Р. Г.:** Мы написали письмо в налоговые органы с просьбой разъяснить текущий порядок. Ответа пока не получили. С точки зрения изменений законодательства понятно, что надо вносить поправки в Налоговый кодекс. Сейчас, насколько я знаю, в Госдуме находится поправка по поводу того, чтобы в явной форме прописать налогообложение индексного контракта, потому для него базовым активом де-факто и являются ценные бумаги, индекс рассчитывается исходя из их цен.

**ВВГ:** А по товарному рынку?

**Р. Г.:** По товарному рынку даже в проекте пока такого нет, хотя, на мой взгляд, это одно из серьезнейших препятствий по его развитию в России. Вообще, проблематика товарного рынка в том числе связана с тем, что у нас на уров-

не государства нет явного понимания механизмов того, как сейчас работает биржевой товарный рынок во всем мире, того, что биржевая торговля товарами — это, по сути, торговля финансовыми инструментами, а не самим товаром. А для того чтобы создать по-настоящему биржевой товарный рынок, надо, чтобы на него пришли и коллективные инвесторы, и частные инвесторы, и профессиональные участники рынка. Иначе он не приобретет того значения, на достижение которого все надеются. И опыт западных стран показывает, что на биржевом товарном рынке работают как компании реального сектора, так и участники финансового рынка, при этом доля вторых постоянно растет в связи с тем, что взаимосвязь рынков очень серьезна.

У нас же если посмотреть на фонды, то существует большой вопрос, могут ли коллективные инвесторы покупать фьючерсы на нефть, на зерно, на сахар. Во всем мире это уже широко распространенные инвестиционные инструменты. И их же можно использовать как инструменты хеджирования портфеля. Скажем, куплены акции нефтяной компании, проданы фьючерсы на нефть — так во многом страхуется падение нефтяных цен. Соответственно, та же самая проблема с физлицами, которые сейчас от этого рынка просто отрезаны.

**ВВГ:** А само разделение срочного рынка на товарную и ценнобумажную составляющие имеет смысл?

**Р. Г.:** Механизмы самой торговли товарами мало чем отличаются как между собой, так и по отношению к ценным бумагам. Поэтому смысла предусматривать особое регулирование, скажем, по отношению к рынку зерна, по отношению к рынку сахара или по отношению к еще чему-то нет. С этой точки зрения важно появление закона о бирже и биржевой деятельности и формирование понятия «товарная биржа». Потому что сейчас товарные биржи функционируют в рамках закона 1991 года, который явно устарел. Нужно серьезным образом пересмотреть отношение к товарной бирже, тем более поскольку сейчас вся торговля осуществляется в электронной форме, существует возможность удаленного доступа из любой точки мира на биржу в любой другой точке мира. Нужен общий закон о биржах, причем без разделения на закон о товарных биржах, закон о фондовых биржах и т. п.

И не должно быть принципиальных различий в требованиях по отношению к бирже. Не может быть минимальный капитал фондовой бирже установлен на уровне \$5 млн, а товарной — \$5 тыс. Потому что ничем принципиальным товарная биржа не отличается от фондовой. Она выполняет ровно те же функции, она должна быть такой же надежной, у нее должна быть такая же электронная система, квалифицированный персонал, прозрачная структура управления и т. д. Не может быть никакой принципиальной разницы. Подход должен быть единым ко всем. ■

## Совершенство управления

**Общие фонды банковского управления**

Профессиональное управление инвестициями в составе общих фондов банковского управления (ОФБУ) Банка «Петрокоммерц» позволит Вам использовать весь потенциал фондового рынка при обеспечении оптимального баланса доходности и риска.



127051, Россия, Москва, ул. Петровка, д. 24  
(495) 411-6-411, 8-800-200-6-411  
www.pkb.ru

**Банк Петрокоммерц**  
Финансовая группа «ИФД-Капитал»