



Интервью с Президентом ММВБ  
Константином Корищенко

## «В РОССИИ ПОСТТРЕЙДА НЕТ»

О путях дальнейшего развития расчетно-клиринговой инфраструктуры в целом и Группы ММВБ в частности мы беседуем с Президентом ММВБ Константином Корищенко.

**Депозитариум:** Константин Николаевич, сейчас все финансовые структуры переосмысливают свои задачи — и стратегические, и тактические. Поэтому нам бы хотелось узнать Ваше мнение, как главы Группы ММВБ, о дальнейшем развитии расчетно-клиринговой инфраструктуры финансового рынка, о приоритетах на ближайшее будущее.

**К. К.:** Сегодня совершенствование клиринговой и расчетно-депозитарной инфраструктуры — главный вектор развития инфраструктуры финансового рынка, причем не только в России, но и во всем мире. В период либерализации, в 80–90-е гг. прошлого века, взгляды участников финансового рынка на биржу как на организатора торговли претерпели существенные изменения. Биржа превратилась в коммерческую организацию, ведущую бизнес-ориентированную политику. Этот процесс получил название «демутиализация» (*demutualization*). Биржи стали активнее привлекать новых клиентов, запускать новые инструменты, внедрять новые технологии.

Создание в Европе единого рынка, либерализация валютного рынка во многих странах в 1990-е гг., секьюритизация, либерализация регулирования в Америке и другие процессы способствовали глобализации финансовых рынков, их взаимопереплетению. Эти факторы, особенно с учетом активного развития Интернета, позволили снять вопрос о географической привязке процессов торговли в 2000-е гг. — сегодня говорить о торговле в Москве, Лондоне, Токио или Нью-Йорке уже неактуально.

Одновременно наблюдается существенное размывание границ между биржевой и внебиржевой торговлей. С одной стороны, у инвестиционных банков, так называемых «рыночных брокеров», в различных интернет-системах присутствуют серьезные элементы организации торговли. С другой стороны, сами биржи организуют различные *dark pool* ликвидности, торговлю крупными лотами и т. д.

Сегодня уже практически невозможно получить ту выгоду от организации биржевой торговли, которая была возможна в период либерализации. В настоящее время просто организовывать бизнес, связанный с торговлей финансовыми активами, — занятие уже не столь привлекательное. В интересах развития и сохранения бизнеса необходимо развивать посттрейдинговые услуги.

Россия, как часть мировой финансовой системы, не может оставаться в стороне от этих процессов. Однако сейчас ситуация не столь оптимистична. Помните, в 1986 г. был телемост между СССР и США, где одна из героинь заявила, что в СССР секса нет. Точно так же можно сказать: в России посттрейда нет. Его нет в том смысле, что он не выкристаллизовался как бизнес. Это просто услуга, которая оказывается наряду с другими услугами, не будучи формализованной. В настоящее время нет документов и соглашений, которые регламентировали бы, например, кредитование ценными бумагами. То есть отдельные элементы присутствуют и даже повсеместно применяются. Услуга де-факто оказывается, но она не осознается участниками как автономный сервис.

Помимо вышеперечисленного, существуют еще и внутренние предпосылки: отсутствуют законы о клиринге и Центральном депозитариуме, не решена проблема юридического определения деятельности Центрального контрагента.

**Депозитариум:** Как в существующих условиях планируется развивать посттрейд в рамках Группы ММВБ?

**К. К.:** В сентябре прошлого года участники рынка столкнулись с проблемой расчетов по операциям РЕПО. Последние годы этот сегмент фондового рынка динамично развивался, во многом благодаря нашим усилиям. Группа ММВБ предоставляла участникам торгов информационные и расчетные услуги. Но по сути это был внебиржевой рынок: все риски, связанные с исполнением сделок, несли сами участники. Однако долгие годы функционирования ММВБ в качестве надежной биржевой инфраструктуры создали своего рода ловушку для участников рынка — иллюзию их защищенности на рынке РЕПО. Сентябрьский же кризис выявил основную проблему: рынок нуждается во внедрении системы управления рисками.

Модель риск-менеджмента, основанная на 100%-ном гарантированном исполнении сделок, малоэффективна. Так, на рынке госбумаг у нас принято 100%-ное депонирование денежных средств, что весьма затратно для участников и ведет к стагнации рынка. Также избыточно жесткая система риск-менеджмента сдерживает рост срочного рынка. В свою очередь на валютном рынке на сегодняшний день реализована наиболее прогрессивная система управления рисками: действует Центральный контрагент в лице На-



ционального клирингового центра и функционирует достаточно гибкая система частичного депонирования средств. В результате рынок стал бесспорным лидером по темпам роста оборотов, особенно в последние месяцы. Во второй половине декабря у нас каждый день заключались сделки на 20–25 млрд долл., что в 3–4 раза больше, чем в 2007 г., до внедрения Центрального контрагента. Теперь на очереди его внедрение на других рынках, прежде всего в секторе РЕПО.

**Депозитариум: Но это больше касается скорее клиринга и риск-менеджмента. А как обстоят дела с расчетной системой?**

**К. К.:** Если говорить о расчетах, то здесь подход более простой. Наличие высокотехнологичной, дружелюбной пользователю расчетной системы в онлайн-режиме — это фундамент. Без него создать эффективный рынок невозможно. В этой части проекты по модернизации технологических платформ НДЦ и Расчетной палаты ММВБ являются ключевыми. Не умаляя значимости расчетной системы, следует отметить, что проблемы развития клиринга и риск-менеджмента все же более сложные. Прежде всего из-за того, что контуры самой проблемы сегодня менее явно очерчены.

**Депозитариум: Расскажите, пожалуйста, о корпоративном управлении в Группе ММВБ. Уместно ли говорить о новом векторе развития?**

**К. К.:** Классики марксизма-ленинизма, теории диалектического материализма были правы в том, что процессы развиваются по спирали. В этом смысле закон отрицания отрицания хорошо применим. История ММВБ — лучшее тому подтверждение.

Развитие Группы ММВБ шло по принципу разделения по рынкам. Если вспомнить 1991–1992 гг., то ММВБ представляла собой очень компактную организацию с одним рынком. В 1993 г. на ММВБ было уже два рынка, чуть позже появились и другие рынки со всем необходимым функционалом: организация торговли, работа с участниками рынка, проведение расчетов и т. д. — и все в рамках единой компании. Со временем из нее была выделена сначала расчетная функция, чуть позже — депозитарная. Следом был создан «И-Сток» — технический центр оказания сервисов, потом товарная биржа и в завершение появилась клиринговая организация.

Эти преобразования были следствием двух причин: во-первых, осознания того, что есть специализация по видам деятельности; во-вторых, существования требований законодательства. Например,

в случае с Фондовой биржей ММВБ это было изменение в Законе «О рынке ценных бумаг».

Все эти процессы сопровождались хозяйственно-управленческой автономизацией, что далеко не всегда являлось необходимым условием. Если философски посмотреть на этот процесс, то это типичный пример того, что называется специализацией и кооперацией. Как любой процесс, он развивался по спирали.

С точки зрения организованного рынка, и ценные бумаги, и валюта, и производные инструменты — это стандартные контракты того или иного типа. Различия между ними существенны, но не кардинальны. Это скорее различия в модели и органе регулирования, нежели в основных принципах функционирования рынка, а именно в принципах торговли, клиринга, расчетов, которые по большому счету или идентичны, или очень похожи. В этом смысле разделение по рынкам в нынешних условиях, можно сказать, устарело. На мой взгляд, для структуры, которая обеспечивает функционирование этих рынков, куда важнее объединение по функциональному признаку, т. е. по видам деятельности (торговля — это торговля, клиринг — это клиринг, расчеты — это расчеты и т. д.), нежели по рыночному принципу.

Другими словами, это скорее этапы некоего технологического процесса. Возьмем для примера завод по производству автомобилей. Мы знаем, что у него где-то есть склад комплектующих, есть конвейер, куда поступают эти комплектующие, есть технологический процесс по сборке автомобилей, проверке качества, есть складирование уже на стадии готовой продукции. Можно сказать, что складирование деталей — это одна деятельность, складирование готовой продукции — другая, сборка автомобилей — третья, а на самом деле это единый технологический процесс. В этом смысле торговля, клиринг и расчеты — единый технологический процесс, если говорить о биржевой торговле.

Таким образом, для управленческих целей очень важно построить такую модель, которая была бы эффективна, надежна и управляема.

**Депозитариум: В рамках деления по видам деятельности предусматривается ли централизованное управление бизнес-функциями: операционная деятельность, работа с клиентами и т. д.?**

**К. К.:** На практике этот вопрос решается по-разному. Допустим, существует некий иностранный инвестиционный банк. У него есть дочерний банк или филиал, находящийся в другой стране. Возникают вопросы: делать ли букирование сделок

на региональный офис или на центральный; держать ли трейдеров в одном месте или в другом; наделять ли полномочиями работы с клиентами центральный офис или региональный и т. д.? Это всегда вопрос, с одной стороны, стратегии, если таких офисов очень много, а с другой — тактики, потому что в зависимости от того, кто конкретно занимается этим бизнесом, могут быть различные решения.

Сегодня ММВБ, как Группа, однозначно должна иметь матричную структуру с точки зрения организации своего бизнеса. Распределение полномочий и нагрузок — это уже вопрос тактический. При этом понятно, что существуют автономный депозитарный бизнес и автономный расчетный бизнес. Возможно, есть автономный клиринговый бизнес. Это в случае развития внебиржевых сервисов.

**Депозитариум: Если говорить о стратегии, кем ММВБ должна стать?**

**К. К.:** Стратегию вырабатывают акционеры, а исполнительный орган, коим я являюсь, просто ее реализует. Это из серии, например, повышения качества вождения и управляемости автомобиля, а не прохождения той или иной трассы. Вот про трассу мы не говорим, а про то, что можно улучшить подвеску, почистить двигатель, поменять «прокладку» между сидением и рулем, — пожалуйста. Но сегодня как раз тот этап, когда стратегию надо выстраивать.

**Депозитариум: То есть сегодня мы говорим не о том, «куда», а о том, «как»?**

**К. К.:** Я могу говорить о том, «куда», но для этого я должен быть уполномочен акционерами.

**Депозитариум: В мировой истории были разные экономические этапы и разные кризисы. В настоящее время многие эксперты говорят о том, что пора менять глобальную модель устройства финансового рынка. Вы согласны с этим?**

**К. К.:** Нет. Не надо ничего особенного менять. Явно нового в сегодняшнем кризисе практически ничего нет. Как было большинство кризисов кризисами избыточного кредита, так и сейчас это кризис избыточного кредита. Его болезненность связана, во-первых, с масштабом, а во-вторых, с многогранностью. По объему кризис не очень большой, но из-за того, что он очень сильно разветвлен, распределен по разным секторам и областям, с ним тяжело бороться. Проблема проникла настолько глубоко, что малой кровью решить ее не получается. Пожалуй, новое в сегодняшнем кризисе — то, что все наконец признали: так называемый *Investment banking* — это просто разновидность банковской деятельности, которая была отделена искусственно. ■