

Адаптивность VS стратегия

В ЕКАТЕРИНБУРГЕ 13 ОКТЯБРЯ ПРОШЛА ЕЖЕГОДНАЯ УРАЛЬСКАЯ КОНФЕРЕНЦИЯ НАУФОР «РОССИЙСКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК»

Участники секции 1 «Российский фондовый рынок в новых условиях» обсудили изменения на фондовом рынке, внешние факторы, оказавшие наибольшее влияние на устойчивость индустрии и рынка, политику регулятора по стабилизации ситуации, подходы к изменению архитектуры рынка, поведение внутреннего инвестора, проблемы розничных и институциональных инвесторов, меры по их защите и поддержке, стимулирование инвестиций на российском финансовом рынке.

Фотографии Андрей Порубов

Участники: Филипп Габуня (заместитель Председателя Банка России); Иван Чебесков (директор департамента финансовой политики Министерства финансов РФ); Сергей Швецов (председатель наблюдательного совета ПАО Московская биржа); Роман Горюнов (председатель Правления, генеральный директор ПАО «СПБ Биржа»).

Модератор Алексей Тимофеев (президент НАУФОР).

Алексей Тимофеев. Дорогие друзья, уважаемые коллеги, мы начинаем конференцию НАУФОР в непростое время. Не в первый раз я начинаю конференцию с этих слов. Обстоятельства, в которых проходили предыдущие мероприятия, тоже были сложными, как и нынешние. Но каждый раз мы на-

ходим решения, позволяющие преодолеть трудности, а значит, проводим наши встречи не зря. Ваше мнение по поводу того, что происходит с финансовым рынком сейчас, чрезвычайно важно для того, чтобы снова найти решения такого рода.

Я предложу выступить сначала представителям регуляторов. Хотел бы, чтобы вы начали рассуждать о драйверах, которые могут содействовать развитию рынка.

Филипп Габуня. Добрый день. Я рад быть здесь снова. Несмотря на то, что Алексей каждую конференцию начинает со слов о «непростом времени», рынок все равно растет, и участников на конференции прибывает.

Ситуация сейчас, действительно, сложная. Я хочу отдать должное индустрии: она выстояла, несмотря на шок от совершенно беспрецедентных событий,



которые развивались на финансовом рынке в феврале-марте. Есть еще сложности, есть еще проблемы, но ни один участник не обанкротился. Несмотря на серьезные удары, серьезные убытки, которые понес ряд участников, рынок выдержал. И не только потому, что регулятор ввел множество послаблений, а просто по бизнесу.

Это факт, который мы можем сегодня констатировать.

Сейчас степень неопределенности все еще остается очень высокой, мы вынуждены действовать в определенной степени адаптивно. Говорить, что у регулятора есть долгосрочная стратегия и прогноз на будущее, было бы лукавством.

Мы понимаем, что степень участия иностранных игроков на нашем рынке вряд ли будет прежней, придется переосмыслиться. Мы будем меньше ориентированы на инвестиции в ряд иностранных рынков. Но на какие конфигурации мы будем переходить, с какими юрисдикциями будем плотнее работать, какие инвесторы к нам придут, какие не придут — это все еще находится в подвижном состоянии.

Банк России вводил очень большое количество самых разных мер и операционного, и капитального характера. Сейчас уже нужно думать о том, как из этих мер постепенно выходить. Из-за непрозрачности, из-за неправильной

оценки активов возникают искажения. Если такое состояние будет долгим, то могут начать накапливать риски, которые в дальнейшем ничего хорошего не добавят, особенно с учетом задач, которые возникнут при трансформации как экономики, так и финансового рынка, при адаптации к новым условиям.

Выходить из послаблений мы будем не спеша. Какие-то меры, не очень востребованные (операционного характера, связанные с отчетностью), будем потихоньку отменять. Но меры, требующие сильного отвлечения ресурсов, конечно, будут происходить очень постепенно. Здесь мы ничего форсировать не будем, введение таких мер будет, скорее всего,



растянуто на несколько лет. Мы закончим анализ текущей ситуации где-то в ноябре, и после этого сможем предметно сориентировать профучастников на то, в каком темпе это будет происходить. Но точно могу вам пообещать, что это будет происходить плавно. Дополнительных шоков к уже имеющимся регулятор не добавит.

При этом должен сказать, что убытки понесли не все. Сегмент доверительного управления, несмотря на все пертурбации, имеет определенные прибыли. Нельзя сказать, что картинка абсолютно черная.

Понятно, что концепции по ограничению инвестиций для разных катего-

рий паевых инвестиционных фондов или модели работы определенных видов финансовых посредников писались в другой реальности. Нужно давать возможности участвовать в их финансировании с учетом новых образующихся (или потенциально возможных) центров прибыли. И получить на этом доход, которым можно было бы поделиться с инвестором, включая розничного.

Регулятор не будет допускать появления продуктов, структурированных максимально сложным образом, которые приводят лишь к тому, что маскируется комиссия, а под этим соусом еще и либерализуется законодательство. Это неправильный путь. Но в то же время

продукты (это могут быть драгоценные металлы, недвижимость), которые могли бы структурироваться более простым и более доступным инвестору способом, мы готовы всячески рассматривать. Но мы хотели бы получить эти предложения от индустрии, которая лучше чувствует своего клиента. Регулятор не должен фантазировать, что потребителю интересно купить — хочет ли он алмазов, или бриллиантов, или еще каких самоцветов. Здесь мы всячески просили бы вас поделиться идеями, а мы постараемся максимально их структурировать. При этом все-таки не маркетировать продукты, не имеющие большого инвестиционного потенциала.

Возвращаясь к проблемам. Одна из самых больших проблем — замороженные активы, это давит на капитал участников рынка. Причем замороженные не в силу санкций, а из-за реализованного инфраструктурного риска (прежде всего, депозитарной учетной инфраструктуры). Это достаточно большой объем активов (прежде всего, евробонды и акции), которые принадлежали физическим лицам через паевые инвестиционные фонды.

Но, с учетом решений, которые были приняты указами президента, мы полагаем, что большая часть того, что сейчас еще является облигациями, будет конвертирована в рублевый кэш.

Понятное дело, что эти бумаги потеряли ликвидность. Эта проблема есть. Послабления, о которых я говорил, в первую очередь связаны именно с этим пулом активов. Здесь люфт у участников достаточно маленький: либо продавать все с чудовищным дисконтом и брать этот убыток на себя, либо сидеть в этом и каким-то образом управлять ликвидностью. Эти активы точно будут иметь достаточно длинную историю, и, если не случится чего-то хорошего, то они не будут разморожены. Еврокомиссия недавно приняла определенные решения, возможно, появится какой-то позитив. Но послабления в этой части будут длиться достаточно долго.

Вторая история, которая сильно влияет на российский рынок и является зоной неопределенности, несмотря на наши усилия — это активы, которыми владели нерезиденты из стран, совершающих недружественные действия в отношении нашей страны. Активы, которые были заморожены на счетах депо типа «С», прежде всего. Это большой объем акций и определенный объем облигаций (прежде всего, облигаций федерального займа), которыми владеют иностранные фонды. Мы получали много предложений купить эти активы дешево и завести их на российский рынок.

Повторю еще раз позицию регулятора, чтобы она была понятна. Проблемы одних участников рынка не могут решаться за счет других участников рынка. Допустим, у одного российского участника активы были заморожены, он забрал их у нерезидентов в виде акций или облигаций. Что будет дальше? При реализации этих активов, если это акции, то продавливается российский рынок акций и соответственно теряет наш инвестор. Если это облигации (прежде всего, облигации федерального займа), то продажи начинают двигать кривую доходности, создавая большие искажения рынка и неопределенность. Плюс определенным образом усложняя выпуск новых ОФЗ.

Поэтому мы будем сохранять ту позицию, которую заняли. То есть, будем всячески противостоять попыткам сыграть на арбитраже цен. Тот, кто в эту историю зашел или хочет зайти, станет долгосрочным инвестором. Потому что регулятор планирует пролонгировать принятые меры. Или будут какие-то очень медленные перетоки, как мы это сделали для депозитарных расписок. Потому что, повторяюсь: продажи активов, причем на большую сумму, будут двигать наш рынок, который сейчас является не очень глубоким. Это неправильно со всех точек зрения.

Другой вопрос, что потенциально эти активы могут быть задействованы как ответные меры, если начнутся разговоры на тему обмена активов, замороженных у той стороны. Но пока таких движений мы не видим.

Что же касается долгосрочного развития, то позволю себе дать оценку перспектив.

Мне кажется, с учетом того, что у страны сильно сократились возможности внешнего финансирования, у экономики будет достаточно большая потребность в заемных средствах. И кредитные организации (даже с учетом того, что и государство будет участвовать) не смогут закрывать всю эту потребность. Нас ожи-

дает рост заимствований на фондовом рынке. Например, будет расти сегмент *fixed income*, эти активы можно будет предложить инвестору. Предположу, что ситуацию с инфляцией удастся удержать под контролем. Соответственно, ставки будут на таких уровнях, что будут выталкивать инвестора с депозитов во что-то более интересное, что ему сможет предложить фондовый рынок. На этом факторе рынок *fixed income* сможет развиваться.

На иных рынках ситуация более сложная, более неопределенная. Здесь много направлений, которые могут расти — и товарный рынок, и цифровые активы. Но здесь давать точные оптимистичные прогнозы довольно сложно.

Алексей Тимофеев. Я хотел задать пару уточняющих вопросов. Есть проблемы, решения которых мы ожидали уже к настоящему моменту, но по разным причинам этого пока не произошло. Я имею в виду, во-первых, инициативу, связанную с переводом клиентов с индивидуальных инвестиционных счетов — там, где это было сделано частично. От брокеров, попавших под санкции, некоторые иностранные активы переводились на ИИС другим брокерам. Но переводились не все активы, а лишь часть.

Вторая тема — реорганизация паевых инвестиционных фондов, операции с паями которых заблокированы. Мы ждем соответствующего решения, думали, что это произойдет в сентябре. Когда можно рассчитывать, что это произойдет?

Филипп Габуня. Если я правильно понял, первый вопрос связан с сохранением льгот по ИИС, потому что вся остальная конструкция уже легитимизирована. Соответствующий законопроект (здесь Иван Александрович не даст соврать) уже доточен, и мы очень сильно верим в то, что он будет принят до конца года, до конца налогового периода. И, соответственно, все клиенты льготы сохраняют. Там вопрос именно технический, а не идеологический.

Что касается ПИФов, ситуация примерно та же самая. Мы уже подготовили

соответствующие законодательные изменения, дотачиваем технику, принципиальное согласие всех заинтересованных сторон получено. Рассчитываем, что в эту сессию сможем принять. Все активы, которые не являются замороженными, можно будет выделить и пустить в обращение. В том числе, гасить паи, если клиенты этого захотят. А ту часть, которая попала в заморозку (мы это называем амортизированным ЗПИФом) можно будет потом администрировать. Делаем все для того, чтобы законодательство было принято в эту сессию.

Алексей Тимофеев. Иван, тогда я передам слово тебе. Наверное, будет правдой сказать, что с тобой в последнее время ассоциируются рассуждения о реформе индивидуальных инвестиционных счетов. Для нас это очень чувствительная тема. Не только потому, что НАУФОР считает себя одним из инициаторов концепции индивидуальных инвестиционных счетов. Но также и потому, что, как мне кажется, одной из первейших задач сейчас является сохранение розничного инвестора. Вообще сохранение тех качеств, которых нам удалось добиться на финансовом рынке к концу прошлого года. Этот рынок, каким он был к началу военных событий, достоин комплимента.

Насколько реформа индивидуальных инвестиционных счетов оправдана сейчас? не стоит ли ее отложить, коль скоро речь идет об отказе от индивидуальных инвестиционных счетов 1-го типа, — самых эффективных, сыгравших, может быть, наибольшую роль в привлечении розничных инвесторов на фондовый рынок? Я всегда был полон скепсиса по этому поводу. Но есть статистика: брокеры имеют примерно шесть миллионов реальных инвесторов; у этих клиентов открыто 2 млн зафондированных индивидуальных инвестиционных счетов. Зафондированные счета — убедительное доказательство того, что определенная часть розничных инвесторов открыла ИИС ровно потому, что имела возмож-

ность воспользоваться налоговым стимулом индивидуального счета 1-го типа. Пусть даже некоторые из них имели и тот, и другой счет.

В чем заключается идея единого инвестиционного вычета? Кто эти люди, которые, как вы рассчитываете, воспользуются индивидуальными инвестиционными счетами с пятилетним инвестиционным горизонтом? существуют ли они? **Иван Чебесков.** Алексей, спасибо большое за вопрос. Ты очень аккуратно и точно подвел. Отвечу сразу на первую часть твоего вопроса: стоит ли откладывать трансформацию? Сразу отвечу, что откладывать не стоит.

А теперь чуть более широко расскажу о логике, в которую вписывается концепция единого налогового стимулирования. Сразу дисклеймер: я сам являюсь клиентом некоторых брокеров и управляющих компаний, которые здесь находятся. В этой связи у меня с ними есть конфликт интересов.

Я начинал свою инвестиционную карьеру в Нью-Йорке, еще до кризиса 2008 года. Помню, на рынке что-то случилось, цены пошли вниз, волатильность пошла вверх. Я говорю: «Ой, это же, наверное, плохо для бизнеса». А мой руководитель отвечает: «Да это самое классное время! Мы же зарабатываем деньги как раз, когда у людей паника, когда цены ходят туда-сюда, объемы поднимаются, вот на этом мы и зарабатываем». Может быть, это краткосрочное мышление Уолл-стрит, в том числе, и привело к кризису 2008-2009 года. Но было распространено мнение, что волатильность может быть плохой для клиентов, но для брокеров это очень хорошо.

Думаю, мы все понимаем, что текущая волатильность — краткосрочная, она нехороша для всех. Может быть, в краткосрочной перспективе обычная волатильность и хороша для брокеров. Но сейчас у людей повышенная нервозность, а для экономических показателей характерна повышенная неопределенность. Тут нужно вернуться к базовым

принципам инвестирования. А профессиональные участники должны помочь инвесторам не совершать ошибки или минимизировать их, чтобы и сохранить рынок, и дальше его развивать.

Каков базовый принцип любого инвестора? Это регулярность инвестирования. Надо продолжать инвестировать, несмотря ни на что, подходить к этому с абсолютно холодной головой. Инвестиции на фондовом рынке работают в долгосрочной перспективе. Никто никогда не говорил, что за месяц можно на каких-то акциях заработать больше, чем на депозите. Да, это рискованные активы, можно потерять существенные деньги. Но в долгосрочной перспективе фондовый рынок стабильно зарабатывает инвестору больше, чем любые другие инвестиционные инструменты. Поэтому долгосрочность в текущих условиях — очень важный принцип инвестиций, особенно для физических лиц.

Еще один важный базовый принцип — простота финансовых инструментов. Мы сейчас потеряли огромное количество финансовых инструментов. Диверсификация осуществлялась за счет инвестиций в иностранные ценные бумаги, сейчас эта возможность ограничена и стала очень рискованной из-за того, что возникли большие инфраструктурные риски. Поэтому для диверсификации портфеля очень важна простота инструментов.

Теперь о том, что мы делаем для того, чтобы помочь инвесторам соблюдать эти принципы и продолжать инвестировать так, как они инвестировали раньше.

Может быть, звучит странно, но мы будем в этом году вносить в правительство обновленную версию Стратегии развития финансового рынка до 2030 года. Кто-то считает, что сейчас не время это делать. Мы также считаем, что в любой ситуации нужно определять вектор развития. Возможно, этот вектор придется корректировать, но мы должны намечать цели, пути развития. В декабре мы совместно с Центральным банком



должны стратегию внести [в правительство]. Надеюсь, в этом году она уже будет принята.

Что касается возможности успокоить инвестора и увеличить доверие к фондовому рынку. Есть несколько важных вещей. Это, конечно же, раскрытие информации. В связи с внешними ограничениями компании были вынуждены закрывать некоторую отчетность. Но, я думаю, что найдутся способы сбалансированно раскрывать цифры, не раскрывая информацию, которая может нести риски для эмитентов. Думаю, это возможно. А без раскрытия информации, без прозрачности анализировать риски просто

невозможно. Конечно, интересно, что чем больше информация закрыта, тем некоторым эмитентам это больше нравится. В непрозрачном мире некоторым становится удобно жить. Но это очень краткосрочное видение. В долгосрочной перспективе раскрытие информации положительно влияет на экономику и эмитента, и инвесторов.

Второе условие доверия — защита от недобросовестных практик. У бизнеса всегда есть желание заработать больше. Но в текущих условиях очень важной становится защита розничных инвесторов. Поэтому мы поддерживаем пересмотр принципов квалификации. Не для того, чтобы ограничить брокеров,

управляющие компании, профучастников. Скорее, это нужно делать для стопроцентной уверенности, что инвестору не будет продано ничего такого, что ему не подходит.

Уже говорили про иностранные ценные бумаги. Да, сейчас риски их покупки существуют. Поэтому министерство финансов поддерживает Банк России в желании ограничить покупку иностранных ценных бумаг через инфраструктуру, которая находится в странах, отнесенных к списку недружественных. Но диверсификация нужна, поэтому нужно создавать доступ к ценным бумагам в тех странах, с которыми у РФ развивается партнерство.

Филипп Георгиевич уже говорил про разблокировку активов. Эта работа ведется. Думаю, понимание, что государство работает для восстановления прав розничных инвесторов, будет ключевым для увеличения доверия.

Еще раз возвращаюсь к теме диверсификации, потому что ограничение финансовых инструментов — ключевая проблема рынка. Очень приятно видеть инициативы создания новых инструментов. Но, на наш взгляд, это должны быть инструменты относительно простые, которые понятны инвестору. Если затевается паевой фонд на драгметаллы, или на алмазы, то это должен быть понятный инструмент с прозрачным ценообразованием.

И сейчас, конечно, важно развивать линейку, где тот или иной инструмент поддерживает государство. У нас пока таких не очень много. Есть инфраструктурные облигации, думаю, что этот механизм будет развиваться. Это относительно безопасный финансовый инструмент, с определенной государственной поддержкой, на котором, с одной стороны, можно больше заработать, чем на ОФЗ, а с другой стороны, он дает возможность инвестировать в экономику, что сейчас чрезвычайно важно. И я надеюсь, что мы наконец-таки запустим биржевые фонды недвижимости. В текущий момент на них точно должен быть спрос.

Последняя составляющая этого всего — стимулирование. Особенно сейчас важны инвестиции в долгосрочные инструменты, переход к долгосрочному стимулированию необходим.

Основная задача — привести инвестиции в долгосрочный формат. Второе — убрать конкуренцию между различными продуктами долгосрочных инвестиций. У одного инструмента есть вычет, у другого нет такого вычета. Все-таки правильно дать гражданину возможность самому выбирать из линейки разных долгосрочных инструментов, но с единым налоговым вычетом.

Налоговый вычет остается на уровне [базовой суммы до] 400 тысяч. Я понимаю, хотелось бы видеть цифру выше, учитывая инфляцию. Но с учетом текущих бюджетных ограничений планка пока остается на текущем уровне.

По ИИС-3. Мы понимаем, что перейти от ИИС 1-го типа, где срок инвестиций для налогового вычета составляет три года, к инвестированию на 10 лет в текущей ситуации, наверное, будет сложно. Поэтому предлагаем начать с пяти лет, а далее плавно перейти к сроку до 10 лет. Под этот вычет, как мы считаем, должны попасть договоры негосударственного пенсионного обеспечения и долевое страхование жизни — это новый продукт, который, надеюсь, появится в следующем году.

Сравнение 3-го ИИС и действующего ИИС мы уже обсуждали. В любой ситуации, когда есть ограничения, нужно делать выбор. Мы делаем выбор в сторону долгосрочности.

Филипп Габуня. Иван Александрович очень правильно обратил внимание на асимметрию информации, которая сложилась в связи с правом эмитентов (вообще различных организаций) не раскрывать информацию. Мы понимаем, чем это обусловлено: действительно, есть ряд моментов, чувствительных для эмитентов. Но я убежден, что это все равно не может идти за счет инвестора. Если эмитенту настолько все чувствительно, что он, условно, помимо персональных данных членов совета директоров и собственников, не готов раскрыть даже финансовые показатели или сведения об офортах, то, наверное, он не может привлекать деньги. Или его инструменты будут терять в цене. Это наша позиция. Спасибо.

Алексей Тимофеев. Иван упомянул сразу три, как мне кажется, довольно важных направления реформы, которые в настоящее время прорабатываются.

Во-первых, ИИС-3. Думаю, что следующие сессии мы посвятим обсуждению того, сработает этот тип счета или нет.

Что думают участники? Я думаю, что не сработает. И почему бы нам не сделать так, что, если человек инвестирует в течение трех лет, то может получать налоговый вычет только на входе (как, в настоящее время, по ИИС 1-го типа). А если он продержит средства в течение пяти лет, то сможет получать не только вычет на вход, но также и вычет на выход. Причем посредники будут всячески стараться удержать его на этом счете подольше. Это было бы той самой комбинацией, которая может примирить всех и не ухудшить существующие условия стимулирования розничных инвесторов.

Вторая тема, которую я увидел — тема НПФ. Реформа негосударственных пенсионных фондов, мне кажется, должна обсуждаться как реформа вывода на рынок акций средств, которые в настоящее время фондами аккумулированы, но на рынке отсутствуют. Как нам добиться того, чтобы негосударственные пенсионные фонды стали инвестировать на рынке акций? Не думаю, что сработает налоговый стимул. Просто потому, что доходность, которую демонстрирует НПФ, не интересна тем, кто будет делать выбор между тремя разными инструментами. Поэтому вряд ли НПФ такой возможностью воспользуются. Это, скорее, вопрос к Филиппу. Достаточно ли просто снять ограничения на инвестиции негосударственных пенсионных фондов. На мой взгляд, этого недостаточно, поскольку дело не в этом. А дело в требовании пятилетней (по существу, даже годовой) безубыточности для пенсионных резервов. Негосударственные пенсионные фонды, на мой взгляд, должны быть реформированы гораздо более существенным образом для того, чтобы можно было рассчитывать на их активность на рынке акций. А без операций на рынке акций они не дадут доходность, которая будет привлекательна для участников, и не займут должное место в ряду прочих финансовых институтов.

И долевое страхование. Как сейчас выглядит эта концепция? Я не против



того, чтобы страховщики получили возможность формировать новый продукт. Но я вижу очень большой риск в разрешении совмещения деятельности страховщика и управляющей компании паевых инвестиционных фондов. Сейчас индустрия коллективных инвестиций, на мой взгляд, отличается довольно здоровой конкуренцией. Совмещение может навредить конкуренции в этом сегменте. **Филипп Габуня.** Сегодня НПФы не выбирают лимиты по акциям. Их риск-аппетит, их стратегии не выводят на то, чтобы значимо инвестировать, выходить к пределам ограничений, которые сегодня существуют в рамках той части инвестдекларации, которую регулирует Банк России.

Я не согласен с тезисом, что доходность, которую показывают НПФ, никому не интересна: НПФ НПФу разнь. Все-таки это накопления граждан на будущее, дополнительный доход должен быть обеспечен стабильностью. Не может быть ситуации, при которой человек выходит на пенсию, а конъюнктура предыдущих лет была плохой, и все, что он накапливал в течение 20 лет, пропало. Поэтому требование безубыточности в любом случае останется.

Другой вопрос, что годовичная структура действительно сильно ограничивает инвестора. Мы сейчас рассматриваем этот сюжет, но пока не пришли к окончательному выводу.

При этом я предлагаю все-таки не переоценивать роль НПФ как потенциального драйвера рынка акций, особенно в нынешних обстоятельствах. Проблема отечественного рынка в количестве игроков, а не в том, кто-то возьмет позицию. НПФ не будет спекулировать на акциях, это не его бизнес. Он долгосрочный инвестор, он покупает бумагу и будет в ней сидеть. Поэтому НПФ может быть интересен как потенциальный покупатель при первичном размещении. В остальной ситуации на российском рынке больше связана с распределением ликвидности, с тем, что где-то происходит интернализация. За счет того, что ушли иностранные

игроки, возникла проблема с маркетингом и глубиной «стакана». Эта проблема точно должна решаться не за счет НПФов.

Желающим инвестировать в акции рынок может предложить массу других инвестиционных инструментов: и ПИФы всевозможных форм, и прямой брокеридж, и доверительное управление. Поэтому заставлять НПФы инвестировать в акции мы не планируем. При этом планируем убрать (или значительно снизить) причины, по которым НПФ не идут на рынок акций.

Даже если бы мы вдруг отказались от требования фиксировать безубыточность (хотя этого на повестке нет), это не подтолкнуло бы значимые НПФы, особенно в текущем моменте, инвестировать в акции. Я думаю, что в портфелях НПФ по-прежнему будет доминировать fixed income.

Коротко скажу о совмещении лицензий. В моем понимании гораздо более нечестной конкуренцией является то, что происходило с ИСЖ как конкурентом ПИФа. А не та конструкция, которая вырисовывается в связи с потенциальным совмещением лицензий.

По пунктам. Во-первых, ни из чего не следует, что все бросятся совмещать лицензии: отношения могут быть партнерскими, это вопрос того, как сложится конъюнктура. Во-вторых, все-таки правила по одному и тому же виду продуктов являются едиными и полностью убирают существовавший арбитраж, который частично еще существует до сих пор. Поэтому я пока не вижу причин, которые могли бы разрушить конкуренцию.

Мне кажется, наоборот, с рынка коллективных инвестиций перестанут оттягивать ресурсы за счет тех элементов, которые позволяют лучше продавать продукты другой индустрии.

Иван Чебесков. Я разделяю желание сделать НПФы драйвером инвестиций в акции, в долгосрочные инструменты. Это может быть решено тем, что сами

граждане получают больше возможностей выбирать стратегии инвестирования.

Ни для кого уже не секрет, что сейчас минфин совместно с ЦБ прорабатывает варианты, как это можно сделать, естественно, на добровольной основе. Мы надеемся, что сможем предложить такую концепцию в этом году. Но, соглашусь с Филиппом, не надо рассчитывать, что НПФы сразу станут огромным драйвером инвестиций в акции, что на этом взлетит весь рынок и так далее. Этот процесс был долгим — и он будет долгим, поступательным. Мы ставим цель, чтобы НПФы (вместе со страховыми компаниями) стали источниками длинных денег для экономики, крупными институциональными инвесторами. Но для этого потребуется много времени.

Что касается ДСЖ, тут тоже напишусь под словами Филиппа, давайте обсуждать.

Алексей Тимофеев. Конструкция абсолютно разумная, если иметь в виду взаимодействие управляющей компании со страховщиком, который делал бы ДСЖ, включающее пай, в том числе, той же финансовой группы, в которую входит управляющая компания. Мне кажется, это примиряющий всех компромисс. У меня скептическое отношение к ДСЖ. Предвижу, что лет через пять оно разочарует не в меньшей степени, чем ИСЖ. Но тем не менее.

Филипп, если вы и правда думаете, что дело не в безубыточности, так давайте отменим ее. Если мы ее не отменим, ничего не произойдет. НПФы не станут инвестировать на рынке акций; они не обязательно будут входить в IPO. Деньги в НПФы поступают в то время, когда ко всем остальным игрокам деньги не поступают. Фондам нужно куда-то эти деньги девать. Все продают активы, НПФы начинают их покупать. Это может быть вторичный рынок, не обязательно рынок IPO. Регулятор стимулирует вхождение в НПФ убедительного потока денег, убирает все барьеры для инвестиций НПФ в акции. И тогда фон-

ды будут значимыми игроками. Будут играть важную стабилизирующую роль, подставляя таким образом плечо розничным инвесторам не только на рынке IPO, но и на вторичном рынке акций.

Сергей, предложи свою прагматическую, здравую точку зрения.

Сергей Швецов. Всем здравствуйте! Спасибо, что пригласили.

Я считаю, что происходящее сегодня есть продолжение событий 2008 года. Просто причина, по которой мы сошли с корабля под названием «глобальный рынок», теперь другая. Но по сути ничего бы другого не было. Потому что накопленные мировые диспропорции и лечение этих диспропорций нулевыми процентными ставками создали еще большие диспропорции. Повышение мировыми банками процентных ставок все равно породило бы большие проблемы для маленького российского финансового рынка с большой долей иностранцев.

Введение валютного регулирования, которое мы сегодня имеем благодаря указам президента, наверное, защитило нас от глобального шторма больше, чем если бы мы проходили путь вместе с глобальным рынком. Просто процесс был бы растянут. Это тезис первый.

Поэтому я оцениваю текущие события не как локальную историю России и Украины, а немножко более драматично. Идет глобальная переоценка парадигмы потребления в долг, благодаря которой накачивался экономический рост.

Второй тезис. Что мне не нравится в парадигме российского финансового рынка, так это горизонт планирования. Хотя именно сейчас сложно говорить об иной, нежели адаптивная, модели поведения. Не очень понимаю, что такое Стратегия-2030. Наверное, там будет много идей, полезных и для бизнеса, и для власти. Но это, конечно, не будет стратегией.

Но и жить, как жил российский рынок — с очень узким горизонтом планирования — нельзя. Потому что



стабильные, устойчивые доходы индустрии должны быть основаны на том, что клиент зарабатывает. Если профессиональные участники финансового рынка строят доходы на том, что клиент не зарабатывает, то это очень краткосрочная модель. Она не просто не является устойчивой, но она даже является стратегически вредной.

Мегарегулятору и саморегулированию в новой парадигме скоро исполнится 10 лет. Как мне кажется, саморегулирование должно быть направлено на то, чтобы уничтожать все, мешающее клиенту зарабатывать. Если во главе угла поставить удовлетворенность клиента, то рынок будет расти.

Схема, во-первых, должна быть понятна человеку, во-вторых, должна давать ему доход. Вот тогда это сработает. Если один из компонентов не работает, ничего не будет.

Государство может сделать понятную схему. Но если через нее нельзя будет зарабатывать, люди туда не пойдут, что ни делай. То же самое можно сказать про любую акцию. В этом смысле у российского рынка сейчас большая проблема. Ее суть в том, что от нас отстыковался акционерный активизм, который мы аутсорсили у иностранных участников рынка. Независимые члены совета директоров (часть из них — экспаты), давление со стороны инвесторов (пре-

имущественно иностранных) на советы директоров, на менеджмент — все это мы сегодня потеряли. А вслед за этим можем потерять вообще связь миноритария с эмитентом.

Я всегда сравниваю финансовый рынок с организмом. Деньги — это кровь финансового рынка. Ликвидность — это тонус финансового рынка. Информация — воздух. Человек без воздуха жить не может. Если мы ситуацию не исправим, это будет уже не финансовый рынок.

Вы можете мне, конечно, сказать, что миноритарии не смотрят годовые отчеты. Но их смотрит рейтинговая компания, смотрят аналитики, смотрит



финансовый эдвайзер. А дальше это все в агрегированном виде все равно сваливается даже на самого неквалифицированного инвестора. И он принимает инвестиционное решение под воздействием обработанной информации.

Вот у нас сегодня большая проблема с тем, что нет раскрытия информации. Это будет мешать зарабатывать.

В принципе мы, конечно, переложили кастодиальные риски на инвестора. Я всегда считал, что открытое хранение означает ответственность депозитария за активы клиента. В 1998 году мы признали деривативы сделками пари, иначе бы положили рынок. Вот в марте этого года мы тоже приняли

сложное для всех решение — сохранить индустрию.

Сегодня в отношении неквалифицированных инвесторов принято очень грамотное решение — не давать им принимать кастодиальный риск, потому что неквалифицированные инвесторы этим риском вообще не могут управлять. Но, выйдя из острой фазы, мы должны еще раз подумать о том, что кастодиальный риск должен быть близок к нулю. Рынок капитала не приемлет кастодиального риска.

Вот сейчас подписан 529-й указ, который создает риски для вкладчиков и кредиторов относительно права банка не возвращать деньги, если у банка

эти деньги арестуют. (*Справка. Указ 529 вводит временный порядок исполнения обязательств банков по вкладам в иностранной валюте и по иностранным облигациям; в связи с иностранными санкциями такие обязательства временно можно будет исполнять в рублях или полностью заморозить*).

Это — изменение основы банковской системы. Понимаю, это вынужденная мера. Но банковская система не может жить в парадигме, когда банк не отвечает по своим обязательствам. Это значит, что валюты под риском не будут использоваться. И мы действительно видим закат использования российскими участниками и доллара, и евро. Пока

мы не замечаем, что у кастодиальной стороны ответственного хранения — та же самая проблема. И мы должны будем ее решить.

Как должна развиваться индустрия в текущих обстоятельствах? Она должна развиваться не через продвижение индивидуального трейдинга неквалифицированных инвесторов, а через финансовый эдвайзинг и доверительное управление для них. Если мы принимаем тезис, что надо избавляться от всего мешающего клиенту зарабатывать, то продвижение индивидуального инвестирования — это не очень здорово. Все-таки продвигать надо либо индексное инвестирование, либо использование профессиональных услуг людей, имеющих соответствующую квалификацию и соответствующие знания.

Понимаю, что есть и квалифицированные инвесторы, надеюсь, что сегодня присвоение квалификации действительно является здоровым процессом.

Мы понимаем, что и Казахстан, и Узбекистан, и Армения, и другие страны постсоветского пространства будут пытаться воспользоваться ситуацией. Там будут возникать очаги ликвидности, будут появляться новые инструменты, которые кросс-гранично будут предлагать (возможно, через российских брокеров и управляющих) российскому ритейлу. Будет регуляторный арбитраж, построенный на том, что на РФ наложено огромное количество ограничений, а там этих ограничений гораздо меньше. Вот об этом надо думать.

Если такие центры ликвидности возникнут, то нашим посредникам нельзя запрещать там работать и обслуживать наших клиентов. Потому что тогда наш посредник не сможет конкурировать с иностранным посредником, и посреднический рынок уйдет за пределы Российской Федерации. Согласиться с тем, что услуги [российским клиентам] предоставляют иностранные биржи — это меньшее зло, нежели чем запретить российским посредникам работать на иностранных биржах, пытаясь тем самым отсечь российских граждан.

Еще одна проблема, которую регулятор, я надеюсь, решит, но меня она беспокоит: 319-й закон. (*Федеральный закон от 14.07.2022 г. № 319-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации»*). На российском рынке в любом случае образуется некий навес из акций, которые перетекут через границу. Нужно внимательно смотреть, чтобы этот навес не обрушил индекс и не обрушил цены.

По поводу нарушений. Мое глубокое убеждение состоит в том, что, когда острая фаза пройдет, надо будет говорить об амнистии. Понимаю, сейчас нет другого варианта, нормативная база говорит о том, что за нарушения нужно наказывать. Вообще глупо иметь регулирование, которое можно не исполнять. Но впоследствии, думаю, нужно будет перевернуть некую страницу. Потому что очень много неясностей, очень много быстрых решений, очень много вещей, которые нельзя проконтролировать. И если мы надолго будем затягивать потенциальную уязвимость профессиональных участников, это будет не очень здорово для доверия на финансовом рынке.

Замещающие бонды. Рынок очень интересный, мы получим большой объем замещенных облигаций, которые будут и залоговой массой, и новым инструментом.

Следующий момент — расписки. Мне кажется, в текущей ситуации инструментов должно быть больше. Мы нащупываем новую парадигму, и мы давно хотели выпустить расписки, чтобы дробить дорогие акции. Расписки на ЦФА точно надо делать. Пока идет становление рынка цифровых финансовых активов как системы доступа без посредников вообще. Так зачем заставлять дробить портфель на две разные технологии? Пусть и у брокера, и у инвестора будет выбор, чем оперировать.

То же касается углеродных сертификатов: они могут жить как углеродные

сертификаты, а могут и как расписки, которые обращаются по принципам ценных бумаг.

Новые рынки. Я согласен, что для рынка строительства нужны инвесторы, а не потребители. У потребителей денег не так уж много, у инвесторов денег гораздо больше. Но без конечных потребителей инвестору там нечего делать, рассчитывать только на *capital gain* от стоимости недвижимости — неправильно. Должна быть реализована более удобная схема аренды жилья, которая на конечной стадии дает доход.

Сегодня формат аренды очень сильно ограничен и ущемляет интересы и того, и другого. Этот рынок должен быть переформатирован, вплоть до введения формата пожизненной аренды, который используется в Англии. Чтобы появилась возможность формировать качественные портфели, которые можно продавать ритейлу в качестве инвестиций на рынке жилья. Стоимость самого жилья будет покрывать инфляцию (есть статистика, что жилье более-менее инфляцию покрывает). А арендные платежи — это вишенка на торте, которая будет покрывать расходы на содержание этой недвижимости и еще давать реальный доход.

Я считаю, что в России существуют запретительно-ненужные ограничения для чиновников на покупку ценных бумаг. Почему чиновники не должны сидеть за одним столом с народом, мне не очень понятно. То ли мы чиновников оберегаем от потерь, но тогда почему мы не оберегаем народ? Большого инсайдера, чем CEO компании, не бывает, но при этом CEO может владеть акциями компании, в которой работает. А чиновник, который иногда принимает какие-то решения, не должен, получается, через свой кошелек нести ответственность за эти решения.

На нашем рынке сейчас иностранного инвестора нет и долго не будет, нам каждый инвестор важен. Так давайте посмотрим, есть ли здравый смысл во всех этих ограничениях.

Инфляция. Вот не верю в хороший финансовый рынок с высокой инфляцией. Это достижение надо защищать. Благодаря тому, что ЦБ снизил инфляцию, стали появляться длинные деньги. Длинные деньги — это не ликвидность, длинные деньги — это процентные ставки. Очень важно, чтобы мы поддерживали Центральный банк в тезисе, что стабильно низкая инфляция снижает процентные риски и позволяет финансовому сектору выполнять его главную задачу: конвертировать короткие пассивы в длинные активы. А длинные активы — это и есть наши с вами акции и облигации.

Экономика должна проходить структурную перестройку, экономике нужны длинные деньги по фиксированной ставке. Минфин флютеры как-нибудь переварит, а промышленность их не переварит. Деривативов, которые раньше позволяли все это хеджировать, сегодня нет. И не просматривается, что в макроэкономическом масштабе они появятся. Поэтому Иван убеждает коллег, что привилегию занимать по фиксированной ставке надо оставить экономике, а не бюджету. Бюджет со своей миссией не должен стоять у раздачи первым: надо пропустить вперед экономику, дать ей немножко подышать.

Последний пункт: образовательный компонент. Я много времени потратил на защиту гражданина на финансовом рынке. У нас сейчас огромный крен в том плане, что регуляторы воспринимают гражданина как сберегателя, а не как инвестора. В этом есть проблема. Пенсионные фонды не покупают акции именно потому, что регулятор воспринимает эти деньги как сбережения, а не как инвестиции.

Не бояться надо, что инвестор станет образованным, а надо стремиться к этому. И бороться со всем, что мешает инвестору зарабатывать.

Хочу еще сказать, что мы потихонечку теряем рынок евро/доллара: я говорю про Московскую биржу. Мы видим сильный рост юаня, видим новые инстру-

менты, облигации, индексы без кастодиального риска. Возвращая инвестора к иностранным рынкам, мы запускаем фьючерсы на индексы, и это работает, мы нашли формы поддерживать там ликвидность. Диверсификация в этом смысле доступна. Развиваются новые инструменты, в том числе неожиданные (те же инвестиции в жилую недвижимость, новые БПИФы). В общем, рынок жив, рынок экспериментирует.

Я считаю, что рублевые облигации имеют достаточно большой потенциал. Но компетенции за последние несколько лет были практически свернуты ввиду экономии большинства участников. Сегодня биржа видит отсутствие нормального человеческого обслуживания средних эмитентов облигаций (до 10 млрд рублей) со стороны профсообщества. Но сейчас не до жиру. Не будет больших разовых отличных сделок, как по OZONy. Участники рынка должны смириться с тем, что зарабатывать станет сложнее. Если мы хотим быть полезными не только своим акционерам, но и экономике, то должны смотреть на средний бизнес как на потенциального эмитента облигаций. Рынок капитала должен продолжать играть значимую макроэкономическую роль, вместе с банковским сектором.

Про IPO. Было несколько идей по поддержке IPO в налоговом плане. Например, предоставление нулевой налоговой ставки на дивиденды в первые три года; или освобождение в течение трех лет от подоходного налога акций, купленных в ходе IPO. Сегодня эти налоги не поступают, потому что IPO нет. Здесь возможен формат «вин-вин», может быть, пусть Минфин об этом подумает. Но IPO нашему рынку нужны. Рынок капитала должен быть источником капитала, об этом тоже нужно говорить и думать. Спасибо.

Алексей Тимофеев. Спасибо большое. Явно заслуживает аплодисментов. Только сделаю несколько комментариев, от которых не могу удержаться.

Первое. Сергей сформулировал отношение регулятора к негосударственным пенсионным фондам как к институтам скорее социальным, нежели финансовым. Если регулятор беспокоится о потерях клиентов, то давайте создадим убедительный гарантийный фонд, откуда клиентам будет идти гарантированная выплата в случае потерь. Но пусть гарантии будут не за счет, что ли, ограничений инвестиционной активности. Конечно, НПФ должен иметь более консервативную инвестиционную политику. Вообще он должен занять место между паевыми инвестиционными фондами и депозитами.

Второе. Что касается роли саморегулирования при устранении препятствий для зарабатывания инвесторов. Абсолютно с этим согласен. Но для меня, например, гораздо более эффективным механизмом является обеспечение конкуренции. Я считаю, что наличие конкуренции в индустрии играет не меньшую роль, чем все наши регулятивные усилия.

К сожалению, текущие обстоятельства угрожают конкуренции на финансовом рынке. Она, как мне кажется, находится у красной черты. И еще до кризисных событий этого года была не в лучшем состоянии. Еще чуть-чуть, и можно было бы констатировать отсутствие конкуренции в индустрии посредников, в индустрии коллективных инвестиций. Но пока это все же не так. И отлично, что не так. Чем больше это не так, тем более, на мой взгляд, защищены клиенты.

И третье. Регулирование квалифицированных инвесторов, механизм присвоения квалификации. Конечно, эта процедура будет недобросовестной, если регуляторы пережмут гайки и поднимут требования к квалифицированным инвесторам. Эта мера воспринимается как несправедливая, именно исходя из идеологии представления о гражданине как о сберегателе, а не инвесторе. Это ограничивает его свободу, это не является правильным. И очень



трудно бороться с этим. Просто потому, что не все, написанное на бумаге и подписанное самыми высокими подписями, является правильным. Рынок реагирует и начинает обходить такие требования. А на самом деле проблема в том, что нарушен регулятивный баланс, как я это вижу.

Сергей Швецов. Я совсем не согласен с тем, что ты сказал, вообще совсем. И меня, значит, ты неправильно понял. Что это значит: регулятор смотрит на человека как на сберегателя?

Посмотри на закон Сарбейнза — Оксли, который, как сами американцы считают, спас американский рынок. Там прописаны жесточайшие требования к

качеству информации, прописана защита инвестора, защита его права на получение своевременной достоверной, полной и так далее информации. Когда я сказал, что регулятору надо поменять взгляд, это означает, что он должен сфокусироваться на создании институтов защиты не сберегателя, а защиты инвестора.

(Справка. Закон Сарбейнза — Оксли (Sarbanes-Oxley Act, SOX) стал реакцией регулирующих органов США на многочисленные корпоративные скандалы; этот документ серьезно ужесточает требования к финансовой отчётности и процессу её подготовки, прописанные в федеральном законодательстве по

ценным бумагам. Подписан президентом США 30 июля 2002 года).

Если на нашем рынке будет акционерный активизм, если наши публичные компании будут эффективны, если они будут платить дивиденды, то потенциал зарабатывания на операциях с акциями увеличится. И тогда, по мере увеличения инвестиционного горизонта, можно будет рассматривать НПФы как, извините, инвесторов. Но разве сегодня хоть один НПФ предъявил претензию хоть одному акционерному обществу? Разве сказал хоть раз, что ему не нравится, как устроено в АО корпоративное управление и как там принимаются решения? Мне о таком не известно.

На нашем рынке нет акционерного активизма.

Поэтому я говорю немножко о другом. Не о том, что надо легче относиться к правам инвестора. А как раз наоборот. Защищать инвестора гораздо сложнее, чем защищать сберегателя.

Нужно защищать человека здесь и сегодня, а не говорить, что рынок все отрулит. Да, рынок, наверное, отрулит. Я не Победоносцев, но я верю все-таки, что в России централизованное начало доминирует над распределенным началом. От распределенного начала мы еще ничего хорошего не получили. В то время как централизованное начало имеет в России хорошие традиции, так зачем их отрицать и выкидывать? Надо действовать, исходя из своих вмененных преимуществ.

Алексей Тимофеев. Последний тезис я не понял, а все остальное мне показалось аргументацией к моей точке зрения. Похоже, что ты, Сергей, согласился со всем сказанным мною, несмотря на то, что я понять тебя мог неправильно.

Филипп Габуня. Теперь мне придется включиться. Я категорически не согласен с обоими. Но если взять последний тезис Сергея Анатольевича и начать его развивать, тогда я могу построить логику. Сергей Анатольевич, усиленно пинать акционерное общество, чтобы получать доходность — это функция как раз провайдеров, которые продают «физикам» инвестиционные продукты, управляют от их имени, обещают им заработать денег и тому подобное.

Регулятор может бегать с палкой только уже за участниками рынка, если считает, что они плохо пинают. Но это странная история получается.

Сергей Шевцов. Регуляторы не занимаются акционерным активизмом. Регуляторы обеспечивают инвесторам информацию, обеспечивают регулирование корпоративных отношений. Но не бегают и не пинают эмитентов.

Алексей Тимофеев. Роман, я хочу отдать должное твоему терпению. В былые

времена Роман бы уже с несколькими репликами включился, а сегодня он этого до сих пор не сделал. Роман, тебе слово.

Роман Горюнов. Хочу выразить благодарность Алексею за эту конференцию. Каждый раз Леша не дает шанса на нее не поехать. Соответственно, каждый раз приезжаю и убеждаюсь: правильно, что приехал. Спасибо большое Радику Гайнулловичу за гостеприимство, за встречу, за душевный, радушный формат.

Меня просили начать с хорошего, поэтому начинаю с хорошего.

Первое. С понедельника СПБ Биржа начинает процесс выплаты дивидендов по американским акциям. Сначала будем выплачивать дивиденды примерно по пяти бумагам в день, поскольку с марта накопился большой долг. А дальше постараемся увеличить скорость.

Второе. В течение ближайших двух недель СПБ Биржа залистингует примерно 100 иностранных ETF. Поскольку теперь все эти инструменты ориентированы только на квалов, то никаких мучений по этому поводу нет. Мы их залистингуем, а дальше будем расширять количество залистингованных ETF. О боли на тему ETF я позже в деталях расскажу, пока — продолжу про хорошее.

Еще из хорошего. Есть предварительная договоренность с одним из иностранных участников относительно обмена части активов, депонированных в НРД, через внешний депозитарий. В результате биржа разблокирует клиентские активы примерно на 300 млн долларов. На следующей неделе объявим механизм обмена.

В целом мы попытаемся продолжать запуск новых продуктов. Пару слов скажу по этому поводу.

Мне кажется, Центральный банк нашел классную дубину под названием «решение о том, какие продукты инвесторам продавать можно, а какие нельзя». И начал этой дубиной махать. В моем понимании — это системная

проблема для российского рынка.

Я понимаю всю подноготную защиты прав инвесторов. Но я не понимаю, как теперь запускать новые продукты. Центральный банк вне всякого регулирования решает: вот эти продукты делать можно, а вот эти нельзя. И как после этого что-то запускать? Заранее договориться не получится. Непонятно, как договариваться, с кем, о чем. Потому что, когда параметры нового продукта только обдумываются, невозможно оценить риски проекта, технические сложности и прочее. Но как инвестировать в создание новых продуктов, не понимая, сможешь ли ты их запустить?

Вот, например, если я завтра заявлю, что хочу залистинговать 2 тысячи расчетных деривативов на американские бумаги, то не получу ли я предписание, что брокеры не могут продавать клиентам такие продукты? Не знаю. Хотя у кого-то есть ответ на этот вопрос? Ни у кого нет ответа на этот вопрос. Ну, и так далее.

Я, кстати, выступаю как человек, который прошел непростой путь к американскому IPO. И в конце этого пути четко понял, почему следует радоваться всему происходящему в жизни. Не знаю, что было бы, если бы СПБ Биржа успела разместиться на NASDAQ. *(Справка. Осенью 2021 года «СПБ Биржа» планировала провести IPO в России и США. Разрешение Банка России провести IPO на площадке NASDAQ в США она получила. Однако при подготовке документов уже для американской стороны (для SEC) аудитор не выдал бирже comfort letter (подтверждение того, что информация в документах на регистрацию бумаг и проспекте не вызывает вопросов). В результате СПБ Биржа разместилась только на российской площадке. А провела IPO в США планировала позднее, в первой половине 2022 года).*

Так вот, к вопросу о корпоративном управлении. Когда ты пишешь американский проспект, то должен указать



там все риски для инвесторов, которые есть в твоих акциях. Все, что ты указал, — проблема инвесторов. Все, что ты не указал, — твоя проблема, она включает уголовную ответственность в Соединенных Штатах. И вот вопрос: какой риск в части запрета для неквалов я должен был указать в своем проспекте эмиссии? В контексте нынешней ситуации в проспекте эмиссии должна быть фраза: «Регулятор может запретить любой мой новый продукт». И, во-первых, при наличии такой оговорки в проспекте эмиссии кто будет покупать эти акции? А во-вторых, как я после этого буду утверждать бизнес-план среди независимых членов советов директоров?

Поэтому использование этой дубины в таком масштабе, на мой взгляд, создает системную проблему. Если эта практика будет продолжаться, то станет системной проблемой для рынка.

Вторая системная проблема. Мне кажется, регулятор начал решать вместо рынка, какие продукты надо запускать. Просто не запрещайте рынку создавать новые продукты. Мы сами запустим все, что нужно. Если регулятор попытается подменить рынок, то результата не будет никакого. Регулятор не может знать, какие продукты правильные, а какие нет.

Третье. Мы вот говорим, что надо диверсифицировать кастодиальные

риски, приходиться в дружественную инфраструктуру и прочее. Но возникает вопрос: а что мы можем предложить той стороне? Для того чтобы с нами кто-то взаимодействовал, мы должны им предложить бизнес.

Для международных посредников мы стали менее интересны. Мы можем предложить, например, доступ российских инвесторов к турецким или прочим дружественным бумагам. Но я совершенно не уверен (в контексте наших дискуссий о возможностях неквалов), что если завтра мы залистингуем 100 бумаг из дружественных стран, то регулятор их не запретит.

По ETF предлагаю договориться, что уж гонконгские ETF мы точно разрешим не-

квалам торговать. Мне кажется, дискуссии относительно надежности спонсируемых ETF в Российской Федерации по итогам этого года можно закрыть. Все всё увидели, всем всё доказали. Никаких резонансов, объясняющих, почему можно не допустить продажу ETF дружественных стран для некваля, я не вижу. Поэтому есть предложение вернуться в поле действия закона, который позволяет это сделать.

Теперь комментарии к вопросам, которые здесь обсуждались.

Про отказ от ИИСов 1-го типа и переход к горизонту 10 лет. С одной стороны, государство делает многое для того, чтобы горизонт инвестирования инвесторов уменьшился. Параллельно оно пытается заставить людей увеличить горизонт инвестирования, причем нормативно. Но нормативно — ничего не получится. Люди вкладывают свои деньги не на основании желаний государства, а на основании своих представлений о личном бюджете.

При этом декларируется, что следует мобилизовать средства инвесторов на нужды российской экономики. Но по факту делается что-то иное. Для меня ИИС-1 — фактически финансирование государством маркетинга финансового рынка. Государство платит за привлечение клиентов на рынок. Это фактически инвестиция в маркетинг, которую брокеры делают сами, но государство им чуть-чуть помогает. Отказ от ИИС-1 означает, что продвигать фондовый рынок среди инвесторов станет сложнее.

Доходы брокеров (благодаря, в том числе, решениям регулятора) уменьшаются. Мы все понимаем: защита инвесторов. Но реально доходы уменьшились у всех. За счет чего проводить маркетинг среди клиентов, непонятно. Когда доходов нет, тут не до маркетинга.

Регуляторных послаблений, которые бы способствовали сокращению издержек (и перенаправлению их, в том числе, на маркетинг), тоже особо не видно. Соответственно, вопрос: за счет чего

индустрия должна мобилизовать средства инвесторов на нужды российской экономики? Вопрос не праздный. Я бы все-таки поддержал Алексея Тимофеева: сейчас не самое время отменять ИИС-1, исходя из приведенных доводов.

Есть еще вопрос по Meta. Просьба к регулятору: нельзя ли разъяснить, что владение акциями Meta не является финансированием террористической организации. В этой логике можно далеко зайти. Если уж владение акциями Meta может так рассматриваться, то владение любым индексом, в который входят акции Meta, ложится туда же. Этот расширяющийся круг может привести к непонятным последствиям. Нигде не видел никаких по этому поводу разъяснений. Надо это прояснить.

По поводу секьюритизации токенов. Я абсолютно согласен с посылом Сергея Анатольевича. Но, может быть, не будем усложнять и просто разрешим торговать токены на бирже? Можно построить дериватив на токен, а можно инфраструктуру самого рынка ЦФА поправить так, чтобы можно было спокойно делать кастодиальные услуги на токены. Мне кажется, дискуссия про отсутствие централизованных бирж на децентрализованные активы в мире уже пройдена. У сервиса «Binance», во-первых, больше 50 процентов оборота приходится на посредников, а, во-вторых, сам «Binance» является обычной централизованной биржей. Поэтому нет смысла дискутировать относительно того, что мир ЦФА — это мир полностью децентрализованный. Просто надо привести этот мир в соответствие с инфраструктурой, дать ему возможность быть децентрализованным полностью, но не запрещать при этом использовать централизованную инфраструктуру.

Можно пойти по пути секьюритизации, но можно пойти по более простому (в моем понимании) пути: просто дать возможность учитывать токены в обычном депозитарном учете.

И последнее, наверное, не самое важное: про индивидуальных инвесто-

ров, которые проигрывают индексному инвестированию. Мне кажется, социальный трейдинг реально поменял эту ситуацию. В прошлом году индекс SPB-100, который мы посчитали на основании кастодиальных портфелей частных инвесторов, обыграл индекс S&P. Не подтверждается статистически, что индивидуальные частные инвесторы проигрывают индексному инвестированию. Теперь зачастую как раз рынок идет вслед за поведением частных инвесторов, частные инвесторы во многом формируют тренды в акциях, а это означает, что они зарабатывают.

Сергей Швецов. Год не показатель.

Роман Горюнов. Это продолжалось дольше, можно посмотреть статистику. В общем, этот феномен я бы не стал отрицать.

Алексей Тимофеев. Филипп?

Филипп Габуня. Чтобы не устраивать здесь длительной дискуссии, подчеркну два момента.

Во-первых, я, наверное, невнятно высказался, но Банк России не планирует сам сетапить никакие инструменты. Я говорил о том, что надо предлагать инвестору хорошие инструменты и приводил в качестве иллюстрации какие-то фантазийные ПИФы. Это ни в коем разе нельзя воспринимать как реальное предложение. Мой тезис был о том, что прежнее регулирование писалось в другой реальности (особенно для рынка коллективных инвестиций). Поэтому инвестору надо сейчас предлагать новый инструмент, понятный и прозрачный, а регулятор готов помочь его раскрутить. Но мы понятия не имеем, что нужно клиенту. Это знают участники рынка.

Роман Горюнов. То есть ETF на гонконгские бумаги запускаем?

Филипп Габуня. Ни в коем случае.

Теперь по поводу дубинки и всего остального. Частично соглашусь, что ситуация сейчас довольно brutальная, но все-таки это связано с экстраординарностью ситуации. В нормальной ситуации мы бы повесили нормативный акт на обсужде-

ние, долго обсуждали, спорили и так далее. Но все-таки я настаиваю, что у Банка России есть мандат на то, чтобы определять, какие практики являются плохими. И мы будем им пользоваться. Хотя будем стараться это делать не так радикально.

Никакого удовольствия от уменьшения возможностей для отечественного инвестора мы не получаем. Но если будут появляться практики, в результате которых инвестор страдает, мы будем на это реагировать. Реагировать в диалоге с индустрией, предсказуемым образом. Спасибо.

Роман Горюнов. Забыл сказать еще одну важную вещь про раскрытие информации. Почему-то сейчас вся дискуссия свелась к раскрытию информации эмитентами. Но общая макроэкономическая информация тоже закрылась. А одно без другого не поможет. Поэтому если уж мы говорим про раскрытие информации, то надо говорить про общее раскрытие информации тоже, иначе результата не будет никакого.

Алексей Тимофеев. Могу я разрешить вам сделать еще по одной реплике? и тогда уже завершим сессию. Сергей?

Сергей Швецов. Я тоже одну мысль не сказал, она важная. Мы в последнем пакете санкций ЕС получили подтверждение, что до 7 января для местных регуляторов есть окно, позволяющее разблокировать активы, которые заморожены через НРД в Euroclear и Clearstream. И мы близки к тому, чтобы получить такое разрешение. От участников рынка потребуется определенная работа по подготовке списков, по аудиту этих списков: надо все успеть сделать до 7 января.

Роман сказал про освобождение активов на 300 млн долларов: интересно, с каким дисконтом.

Гарантий никаких, но велика вероятность, что исход будет положительный. Поэтому просьба следить за новостями и вовремя реагировать на процедурные вопросы.

Алексей Тимофеев. Спасибо. Отличная история.

Иван, есть ли у тебя дополнения?

Иван Чебесков. Меня тоже задело слова Романа по поводу того, что регулятор указывает, какие продукты разрешать, какие запрещать. Хотел бы поддержать Филиппа: здесь, скорее, речь идет про некие критерии. Мы же понимаем, как работает бизнес. У бизнеса свои KPI, он мотивирован на зарабатывание денег. Идеальных рынков (как в книжках по макроэкономике) не существует. Не может более слабая сторона договориться по-честному с другой стороной, более сильной. Всегда идет искажение, может быть, не сразу, но идет. Регулирование для этого, собственно, и существует, чтобы избежать искажения.

А сейчас, когда ситуация такая напряженная, ряд вопросов невозможно решить без вмешательства регулятора. Глубоко уверен, что в долгосрочной перспективе это правильно, для рынка, в том числе.

Небольшой комментарий касательно маркетинга ИИС. Да, получается, что маркетинг ИИС для бюджета недешев. Но маркетинг же всегда делается для чего-то. Маркетинговые компании существуют, чтобы продавать определенный продукт. Сейчас мы начинаем продавать другой, более долгосрочный продукт.

Я понимаю, отношение к этому может быть скептическим. Сейчас есть устоявшийся краткосрочный продукт, мы переобуваемся в новую маркетинговую стратегию, пытаемся продать более долгосрочный продукт. Наверное, будет непросто. Но в долгосрочной перспективе это правильное решение.

Алексей Тимофеев. Наверное, твои возражения справедливы. Вопрос заключается в том, что механизм существовал и работал на привлечение инвестиций настолько долгосрочных, насколько это было возможно в тех обстоятельствах.

А сейчас налоговый стимул просто не дотянется до той части населения, которая готова инвестировать. Маркетинг ли это, нет ли, дело, мне

кажется, не в этом. Какими бы ни были мотивы, но результат для индустрии все-таки выглядит так, как его сформулировал Роман. Это призыв к индустрии делать определенные вещи, но с очень большими ограничениями. Как в анекдоте про самолет, который был переполнен барами и бассейнами. Нам предлагают взлететь, но только без двух двигателей, без левого крыла и с неработающим освещением. В таких условиях мы не взлетим. Вот, наверное, та боль, которую Роман пытался сформулировать, говоря о запрете на новые финансовые инструменты.

Филипп, ты имеешь право на реплику, и это будет последняя реплика в этой сессии.

Филипп Габуня. Да, спасибо. Вернусь к тезису, о котором говорил Сергей Анатольевич: самое главное, чтобы наш инвестор зарабатывал. Если вся его доходность уйдет в маркетинг, мы получим ту же проблему. Поэтому первична возможность инвестора зарабатывать на фондовом рынке.

Я не согласен, Алексей, что мы оторвали брокерам крылья, повесили гири и сказали: теперь летите и зарабатывайте. Это совсем не так, категорически не согласен с этим тезисом.

Мы прожили длительный срок (и еще продолжим жить какое-то время) с большим количеством регуляторных послаблений, операционных и других. И вроде ничего не случилось плохого. Если в результате этих послаблений никакой риск не реализуется, то мы пойдем на то, чтобы не мучить ни себя, ни индустрию. За счет этого, я надеюсь, операционные издержки участников будут снижены и появится больше возможностей. В том числе на маркетинг. Спасибо.

Алексей Тимофеев. Спасибо большое. Уважаемые коллеги, позвольте от вашего имени поблагодарить выступающих; а от имени выступающих — вас за внимание. □





СКОЛЬКО ПЫЛЬЦЫ СЪЕДАЮТ ПЧЕЛЫ

Участники секции 2 «Рынок брокерских услуг» Уральской конференции НАУФОР обсудили развитие брокерского бизнеса в условиях санкций, проблему «замороженных активов», международные расчеты, новые рынки и новые инструменты, защиту розничных инвесторов, эффективность каналов взаимодействия брокерского сообщества и регулятора.

Фотографии Андрей Порубов

Участники: Михаил Автухов (заместитель председателя правления, руководитель корпоративно-инвестиционного бизнеса ПАО «Совкомбанк»); Андрей Алетдинов (руководитель дирекции инвестиционного бизнеса инвестиционного банка «Синара»); Владислав Кочетков (президент — председатель Правления ФГ «ФИНАМ»); Юрий Маслов (генеральный директор АО «Открытие Брокер»); Дмитрий Панченко (директор «Тинькофф Инвестиции»); Олег Чихладзе (директор брокерского бизнеса «БКС Мир инвестиций»); Ольга Шишлянникова (директор департамента инвестиционных финансовых посредников Банка России).

Модератор — Алексей Тимофеев (президент НАУФОР).

Алексей Тимофеев. Дорогие друзья, уважаемые коллеги. Наша сессия посвящена рынку брокерских услуг. Я решил, что правильнее всего провести ее в формате свободных выступлений на тему того, что происходит, какие проблемы индустрия считает наиболее серьезными. Что происходит с клиентурой, что с продуктами, с финансовыми инструментами, что могло бы стать основой для выживания и развития бизнеса в нынешних непростых условиях. Хотел бы предложить всем спикерам порассуждать на этот счет. В этот раз предлагаю начать с индустрии и уже в конце предложить выступить с комментариями Ольге Шишлянниковой.

Наверное, правильно будет также, если вы, коллеги, прокомментируете то, о чем шла речь на первой сессии. Семь-десять минут. Влад, могу я предложить тебе первому выступить? Позвольте не представлять



участников сессии, я уверен, что вы их все знаете. Влад Кочетков, «ФИНАМ».

Владислав Кочетков. Относительно первой сессии: точку зрения угнетаемых хорошо выразил Роман Горюнов. У нас сложилась странная ситуация, когда фокус — исключительно на правах инвестора (во многом вымышленных) и его защите (вымышленной). Многие брокеры существуют десятилетиями и заинтересованы в развитии клиентской базы. Но пасечник в лице регулятора решил уничтожить пчел, потому что они жрут пыльцу. Это мы наблюдаем раз за разом по ряду направлений.

На первой панели не получила развития тема критериев квалификации

инвестора. ЦБ ее поддерживает, Минфин поддерживает. Это значит, что люди, имеющие возможность инвестировать суммы от 30 млн рублей, легко могут работать во внешних юрисдикциях, им Россия особо не нужна. Сам порог, установленный на уровне 30 млн рублей, никак не коррелирует ни с доходами граждан России, ни с другими показателями. Аргументации никакой, кроме того, что цифра красивая и давно не повышалась.

(Справка. В июне Банк России предлагал повысить минимальный размер имущества, которое позволяет человеку получить статус квалифицированного инвестора, с 6 млн рублей до 30 млн рублей).

Когда мы начали обсуждать развитие счетов ИИС-1 и ИИС-3, то речь шла не о том, что один тип счета должен быть введен вместо другого. А о том, что эти счета должны работать вместе, это разные продукты для разных аудиторий. Сейчас идет речь об уничтожении наиболее востребованного продукта, который действительно является одним из драйверов развития фондового рынка, и это никоим образом не краткосрочный продукт. Я не знаю, почему в российских условиях трехлетний продукт называется краткосрочным, он почти вечный на самом деле. И это тот самый инструмент, который может способствовать привлечению ресурсов граждан и в долговые размещения, и в потенциальные IPO.

Речь идет о том, что фондовый рынок все-таки может стать механизмом привлечения фондирования в реальную экономику. Но никаких действий по поддержке инвесторов, по поддержке брокеров, инвестиционных банков и эмитентов для развития соответствующей среды не ведется. Речь идет по-прежнему о защите инвестора от брокера и от эмитента, но не о том, чтобы создать некую дружественную среду для выгодного вложения средств. Я очень позитивно и высоко оцениваю работу, которую проводит Центральный банк. И позицию, которую регулятор в итоге занял по иностранным ценным бумагам, и как он себя вел в кризисные месяцы начала года. Но в его работе есть какие-то рудименты, которые продолжают сыпаться на брокеров.

Я сейчас пишу пятилетнюю стратегию развития «ФИНАМа», потому что без нее ЦБ не разрешает платить сотрудникам мотивацию. Подумать только. Частная компания, которая сама зарабатывает деньги, не может просто заплатить своим сотрудникам мотивацию. Я прежде должен написать для Банка России пятилетнюю стратегию, хотя у самого Банка России ее нет и быть не может, потому что у нас сейчас долгосрочная стратегия — на месяц. Вот в этой кафкианской регуляторной среде мы живем. Я, может быть, немного утрирую, но выглядит примерно так.

Алексей Тимофеев. Хорошо. Андрей Алетдинов, «Синара».

Андрей Алетдинов. Мой первый кризис случился в 1998 году, потом было еще много кризисов, и каждый раз мы говорили, что кризис — это не только потери, но еще и возможности. В этот раз так говорить не хочется.

Мы, наверное, единственная компания, которая пытается построить нового брокера. В прошлом году презентовали инвесторам план, в котором окупаемость достигалась за три года. Понятно, когда на рынке происходят такие удары, то срок окупаемости существенно

увеличивается. И каждое решение ЦБ дополнительно его удлинит.

До недавнего времени мы рассматривали сценарий Ирана как самый, наверное, плохой: когда нет возможности выходить на иностранные рынки, нет возможности предлагать клиентам диверсифицированные решения. Но сейчас, честно говоря, не знаю, Иран — это самый плохой вариант или уже нет? Поэтому, может быть, не стоит в такое время принимать решения, которые вкалывают в финансовые модели брокеров дополнительные гвозди. Может, стоило бы давать брокерам возможности хоть как-то жить?

В целом, понятно, что и в такое время нужно думать о сохранности средств клиентов. Их потери колоссальны, несмотря на то, что брокеры старались диверсифицировать клиентов, давать им разные инструменты, в том числе иностранные. Но возникшие системные риски никто не мог предположить, и они, конечно, катастрофические. Посмотрим, что будет дальше.

Алексей Тимофеев. Всех также просил бы высказаться о том, как относятся к происходящему инвесторы? Винят ли они в происходящем брокеров, самих ли себя, насколько они терпимы и понятливы, что ли? Мне кажется, поступает не так много жалоб на брокеров в сложившихся обстоятельствах. Моя гипотеза такова: люди понимают, что дело не в российской брокерской индустрии и не в российской инфраструктуре. Так ли это? что это означает для инвесторов? Идет ли поиск альтернативы, есть ли решения покинуть рынок?

Юрий Маслов, «Открытие Брокер». Если ты в своем выступлении об этом скажешь, буду признателен.

Юрий Маслов. Добрый день! Начать я хотел частично с отсылок и флешбэков. Андрей сказал, что коллеги строят нового брокера. Как санкционный брокер, могу сказать, что новых брокеров сейчас строит много кто. Наша бизнес-модель тоже значительным образом скоррек-

тировалась, мы сейчас выстраиваем ее под новые рыночные условия, поскольку очевидно, что рынок будет меняться.

Относительно работы с клиентами. Наверное, сейчас стоит вопрос о снижении информационного напряжения, которое сформировалось по итогам блокировки активов российских инвесторов. С точки зрения изменений в финансовых потоках у нас сейчас действуют два фактора. Во-первых, люди идут в рублевые инвестиции. Это значит, что у людей есть рубли, они готовы их вкладывать. Давайте на этом сконцентрируемся. Во-вторых, значительная часть активов осталась заблокированной. Вопрос разблокировки, обмена активами по любой работающей модели сильно поможет вернуть людей на рынок. Есть задача — высвободить средства.

Вот мы говорим, что в случае сложной жизненной ситуации можно будет получить средства с долгосрочного ИИСа. У многих людей, иностранные активы которых заблокированы, сейчас сложная жизненная ситуация. Они винят в этом брокера, винят инфраструктуру, винят всех. Это напряжение нужно снять. Поэтому первое, о чем я хотел бы сказать — это вопрос разблокировки активов. Он не ключевой, не единственный, но имеет очень серьезное влияние на дальнейшее развитие рынка и его перспективы. Не так важно, что будет в итоге сделано: разблокировка, переговорные процессы, какое-то одностороннее радикальное решение. Лишь бы оно работало.

Второе. Здесь будут отсылки к предыдущей панели. И я бы хотел сказать, что мы очень много обсуждаем форму. Вот мы говорим, как привлечь долгосрочного инвестора. Мы обсуждаем инвестиции, обсуждаем брокерские счета и счета управляющих компаний, обсуждаем, как помочь эмитентам развиваться, как их поддержать, расширить существующую форму DCM.

Но, может быть, есть смысл поменять подходы? Сейчас налоговая



служба про каждого из нас знает гораздо больше, чем тот же брокер. Может быть, не надо выделять отдельный счет, который у брокера порождает отдельный учет, порождает кучу операционных процессов, подлежащих обработке — ведь, по сути, он является дублированием, клиент всегда может предоставить обычный брокерский отчет. Мы всегда можем посмотреть, был ли клиент в рынке или нет. Это задача простая, техническая, однозначно решаемая. За лечение у стоматолога можно получить налоговый вычет, так почему его нельзя получить за нахождение в рынке без создания отдельного учета, без отдельного счета?

Когда формат отчета появился, это было нужно потому, что еще не было нынешней степени централизации. Сейчас мы можем решить эту задачу на другом уровне. Здесь для брокеров встает вопрос маржинальности, потому что мы исходим из предположения, что в среднем маржинальность рынка, маржинальность продуктов снизится. С одной стороны, это хорошо: это поддержка инвестора, рост его дохода, уменьшение доли, которую забирает рынок за посреднические услуги. Но с другой стороны, у брокеров есть затраты. В этой логике мы можем поменять подходы, будем предлагать клиенту более простые инструменты. Есть структурные продукты, есть инвестици-

онное страхование жизни, есть рисковое страхование плюс портфель облигаций, есть накопительное страхование жизни. Последствия у них одинаковые, а сложность разная, прозрачность разная.

Если говорить о прозрачности. Может быть, стоит построить для клиента модульную архитектуру: в ней он покупает пучок маленьких продуктов, максимально прозрачных, с понятной вложенной маржой. Это и клиенту лучше, и для брокера приемлемо, потому что в этом случае не нужно сложное регулирование под каждый продукт. В отношении нового продукта брокер не понимает, запретят его или не запретят. А тут речь идет о восьми базовых продуктах, их

можно сразу предлагать, в зависимости от класса инвестора.

Брокер несет нагрузку на инфраструктуру, и здесь можно многое сделать. Сейчас у брокера есть обязанность считать налог, начиная с 5 млн дохода. Нужно ли дублировать эту работу, если налоговая всегда знает больше? Вопрос.

Есть другие регуляторные нагрузки, которые занимают большую часть операционного процесса, рождают косты. Вот КИД, основной документ, описывающий финансовый инструмент. По сути, это маленькая справка, она лежит на сайте эмитента или биржи, нужны ли здесь усилия еще и брокера? Так ли критично наличие КИДа на акции и облигации? Возникают сложности с регистрацией фонда, с квалификацией, потому что брокер квалифицирует по имуществу, но это что значит? Это значит, что клиент берет справку, несет ее в ладошках или загружает в мобилу, посылает в брокерскую компанию, там ее проверяют (у меня этим занимаются два сотрудника, потому что поток большой) и после этого квалифицируют клиента. Велика ли здесь роль брокера? А все эти действия создают инфраструктурные косты, которые в условиях снижающейся маржи будут давить и мешать повышать эффективность.

Про ЦФА много говорить не буду. ЦФА — это только инструмент, оболочка, куда можно вложить какое-то содержание. Сейчас учитывать ЦФА уже может депозитарий. Если мы разберемся с номинальным счетом брокера, то сможем вкладывать цифровые активы в текущую инфраструктуру, не создавая новую. У каждого брокера есть приложение, оно удобное: три кнопки «Купил», три кнопки «Продал». Вопрос лишь в том, как вложить в существующую инфраструктуру новые продукты (по сути, новый класс оболочек). Вопрос решаемый, поэтому не буду его заострять.

Скажу пару слов еще о продуктах. Сейчас мы много говорим о DCM, о том, что нужно упрощать для среднего бизнеса возможность выходить на рынок долгового

финансирования. Но, может быть, давайте тогда расширим спектр доступных инструментов и перейдем от эмиссии облигаций под пополнение баланса — к проектной эмиссии? Потому что проектное финансирование является, по сути, механизмом для краудфандинга. Любое приложение — это инструмент для краудфандинга. Смысл в том, что это большой спектр инструментов. Здесь роль государства понятна. Если мы гарантируем какую-то доходность, оказываем какую-то поддержку, то через это привлекаем деньги, которых нет в бюджете, например. Но привлекаем за маленькую гарантированную выплату (привязанную к инфляции, не привязанную к инфляции, это уже детали).

Нужно больше инструментов денежного рынка. Вот сейчас появились фонды с купонным доходом, это прекрасно.

Чуть-чуть затрону вопрос ЦФА. Когда мы говорим о ЦФА, у всех в голове сейчас возникает факторинг, такой информационный фон сложился. И это хорошая история, потому что относительно ЦФА будут вопросы: кто гарантирует доходность, кто гарантирует возвратность средств? Гарантия за счет капитала оператора информационной системы — это не самая большая гарантия. Сейчас на тревожном информационном фоне люди тяжело будут такое воспринимать.

Но, если мы популяризируем факторинг... По сути, долг факторинга — это краткосрочный депозит, неплохо обеспеченный, сроком на два-три месяца и со ставкой выше ключевой. Сейчас не хватает таких продуктов, которые бы позволили клиенту попробовать на коротком интервале получить доход на любом рынке, понять, что инвестиционный доход больше, чем в банке, и остаться. Это вопрос простой привычки человека к инвестициям.

Профучастникам сейчас важно получить рублевые инвестиции и правильно их обработать. Эти инвестиции уже появляются, несмотря на тревожный фон, и они будут увеличиваться. На этом бы я хотел завершить. Спасибо.

Алексей Тимофеев. Кстати, интересно, что к настоящему моменту приток розничных инвесторов по количеству счетов составляет около 30% к началу года, это инерция. Но и нет прежнего стремления открывать нулевые счета, на рынок идут инвесторы с лучшим фондированием. Что они ищут на рынке? С чем это связано? Просто ли с инерцией, которую профсообщество задало прежде несколькими годами усилий, или люди ищут на фондовом рынке новые возможности?

ЦФА — интересная тема. Я не против, если вы будете на этот счет рассуждать. Как мне кажется, сейчас формируется понимание того, как институты фондового рынка могут совместиться с институтами, связанными с законом о цифровых финансовых активах. И похоже, что найти место в этом процессе могут все. Вероятно, это может благотворно сказаться на регулятивных требованиях к выпуску обычных ценных бумаг, потому что ЦФА — в какой-то степени упрек регулированию эмиссионных ценных бумаг. Видимо, не слишком удобно это делать в форме обычных ценных бумаг, коль скоро люди экспериментируют с ЦФА, стараясь решить ровно те же задачи привлечения средств, которые предназначены решать обычные долговые инструменты. Или производные цифровые финансовые активы почему-то кажутся более удобными, чем обычные производные финансовые инструменты.

Юра, если ты можешь что-то добавить к сказанному, буду рад.

Юрий Маслов. Я хотел поддержать идею, что брокер — это транспорт, это своего рода автобусный парк, у него есть лицензия на перевозку пассажиров. Толстого пассажира мы поместим внутрь или худого, на самом деле не так важно. В принципе, инфраструктура готова обрабатывать все. Просто периодически возникают регуляторные коллизии. Вот сейчас по ЦФА практически невозможно создать вторичный рынок, а ведь ликвидность — это часть инвестирования. Мне кажется, важно не новые формы искать и пытаться внедрить,

а использовать старую платформу, загружая в нее новые продукты. Вот, собственно, чем я хотел завершить свою речь.

Алексей Тимофеев. Михаил.

Михаил Автухов. Начну с того места, на котором дискуссия завершилась. Я полностью солидарен с точкой зрения, что ЦФА — это не панацея. Несомненно, надо развивать новые продукты. Несомненно, нужно с ними экспериментировать, заточивать регулирование, идти в ногу со временем. Но, на мой взгляд, это совершенно не волшебная пилюля. Характер ожиданий, который многие вкладывают в ЦФА, инструмент отражать в итоге не будет. Это не сверхинструмент, который позволит избежать существенных рисков, децентрализованных посредством такого инструмента. Правильно было замечено, что это та же попытка секьюритизация активов. В текущем законодательстве можно развивать прекрасные инструменты, связанные с секьюритизацией активов. И делать на этом базисе большое количество долговых инструментов, которые должны быть благодарно восприняты инвесторами.

Теперь хотел бы перейти к тезисам, которые набросал в преддверии нашей дискуссии.

Кризисов было много, но для большинства розничных инвесторов текущий кризис — это их первый кризис. Он в очередной раз показал, что большинство клиентов совершенно не профи, несмотря на то, что последние два года индустрия очень бурно развивалась, прирастала новыми инструментами и клиентами. Были заданы хорошие, сильные тренды с 2020 года, и это в очередной раз ввело в заблуждение относительно гениальности инвесторов. Большинство клиентов совершенно не профессионально. Их неисполненные ожидания отражаются, конечно же, на посредниках, на брокерах. Это, в свою очередь, активизирует конфликт, связанный с регулированием/саморегулированием, влечет за собой желание ужесточения правил защиты инвесторов. А действие рождает противо-

действие: реакцию со стороны индустрии, со стороны брокеров.

Это в каком-то смысле гуманитарные аспекты, но они имеют сейчас повышенную актуальность. Мы для себя сделали вывод, что фундаментом дальнейшего развития индустрии должны стать надежные перспективы клиентов.

Брокер — это частная компания, которая нацелена на извлечении прибыли. Индустрия развивалась и строилась таким образом, что погоня за прибылью и низкая квалификация инвесторов между собой конфликтовали. Этот конфликт был постоянен. В разные периоды времени он как-то уравнивался, но в текущий кризис обнажился с удвоенной силой, потому что количество клиентов стало очень существенным. И реакция инвесторов на случившиеся потери в очередной раз провоцирует конфликт регулирования и саморегулирования.

Как я сказал, базисом развития индустрии должны быть надежные перспективы клиента. Это базис. На мой взгляд, его подтверждает, например, Кодекс деловой этики НАУФОР, который был внедрен в этом году. Может быть, он не вполне кристально понятен в плане трактовок. Но мы видим там подтверждение нашей ценности как банка, что главное — это надежные перспективы клиентов.

Отсюда следует довольно простой вывод. Мы строим свою стратегию на долговых инструментах как базисе для инвестирования. Мы привлекаем клиентов-инвесторов из разряда сберегателей. Стараемся максимально способствовать образованности клиентов, их пониманию процесса инвестирования, исключению элементов мисселинга, введению внутреннего запрета на продажи продуктов, относительно которых не уверены, что клиент понимает их природу. В том числе, жертвуя возможностью текущей сиюминутной прибыли в этом направлении.

Я понимаю, что у разных брокеров разные ситуации: кто-то является частью большого финансового бизнеса, а кто-то самостоятелен и не может положиться на

поддержку. Но мы считаем, что отношение, которое я сейчас описал, формирует долгосрочные тренды, долгосрочное партнерство с клиентом. А другие подходы в долгосрочной перспективе ведут индустрию в тупик.

Этот кризис особенный. В этом кризисе проявились, прежде всего, кастидиальные риски. Они не были идентифицированы самой индустрией; они присутствовали и для самих участников, и для клиентов в равной степени. Они оценивались как очень маловероятные, но, тем не менее, эти риски сработали.

Индустрия уходит сама в себя, каждый брокер пытается чуть-чуть заменить биржу, биржа старается чуть-чуть стать брокером, идет размытие границ, брокеры становятся мегаброкерами. Все это — следствие низкой конкуренции. На наш взгляд, необходимо способствовать здоровой конкуренции, в долгосрочной перспективе это даст положительный эффект и сделает систему более устойчивой к стрессу.

Надо сказать, что текущий кризис также ведет к появлению новых инструментов, развитию локального рынка, номинированного в других валютах. Несмотря на то, что эти инструменты появились несколько лет назад, они не были конкурентными мировому рынку, европейскому рынку, рынку еврооблигаций. Собственно, секьюритизация как элемент тоже становится все более и более популярна.

Необходимо также сказать про рынок ВДО, рынок облигаций средних и малых компаний. Так сложилось, что текущие облигационные рынки (прежде всего, наверное, рынок более низких эшелонов) остались немножко сами по себе. С одной стороны, рынок ВДО очень маленький, по сравнению с общим. С другой стороны, он без надлежащего присмотра приобрел чуть-чуть, наверное, маргинальные формы. Нам кажется, что в ближайшие год-два будет идти развитие рынка долга для средних и малых компаний. Мы для себя приняли решение находиться в этом рынке, выработали собственные подходы. Мы не работаем с компаниями, которые непрезентативны, какой бы заработок



мы тут ни видели. Мы понимаем, что это сегмент более рискованный, чем первый и второй эшелон. Считаем, что все равно этот сегмент имеет право на публичность, что он должен быть очень хорошо раскрыт информационно, считаем своим долгом (и будем как посредники) исполнять функцию донесения максимального объема информации во избежание мисселинга. И в этом объеме информации обязательно будет представлен наш взгляд на риски.

Что касается замороженных активов. Тут ЦФА, на мой взгляд, не выход. В принципе, криптоактивы создавались как инструмент, который нельзя заморозить. Однако весь ход текущего кризиса пока-

зал, что это не совсем так или даже совсем не так. Вывод довольно простой: инструмента, позволяющего избежать риска заморозки активов, нет. Тут возникает вечный конфликт централизации/децентрализации. Там, где есть централизация, риски уязвимости более высоки. Там, где есть децентрализация, накапливаются риски другого рода. Это, конечно, вечный конфликт. Но, наверное, если бы регулятор возглавил движение к децентрализации, то это могло быть решением конфликта. Рецепта в настоящий момент нет.

Что касается развития событий по заморозке активов. Мы сегодня услышали, что активы могут быть разморожены, это было бы прекрасно. Но, честно говоря, мы в это

мало верим. Наш базовый прогноз таков: текущая фаза будет носить затяжной характер и продлится достаточно долго. Верить в лучшее — хорошо, но готовиться надо к долговому решению проблем. На наш взгляд, реалистичным был бы вариант обмена активами, хотя он достаточно сложный.

Что касается рисков ситуации. В целом, мы попали в ловушку негативной воронки регулирования/саморегулирования. Чрезмерная защита увеличивает нагрузку, снижает маржинальность бизнеса, заставляет предлагать клиентам более маргинальные продукты. Более маргинальные продукты являются и более сложными, более рискованными, они более подвержены мисселингу, здесь тре-

буется дополнительная защита инвесторов, что опять раскручивает воронку.

В нашем понимании, лучшая защита — это знания. Очень простое объяснение, но очень назревшее. На российском рынке работают миллионы инвесторов, открыты десятки миллионов брокерских счетов. Средства физических лиц, средства инвесторов — это фундамент для многих программ, в том числе, государственных программ финансирования. На них рассчитывают многие компании, на них рассчитывают государственные структуры, и это очень-очень важно. Это выводит проблему на первый план.

Глубоко уверен, что финансовую грамотность нужно преподавать в школе как полноценный обязательный предмет. Готовить инвесторов, обучать инвесторов. Тогда все участники рынка будут понимать связку риск – доходность и разбираться в процессах.

Возможно, решением также может быть централизованный скоринг риск-профилирования клиентов, по аналогии с бюро кредитных историй. Не знаю, насколько это реализуемо. Это снизит необходимость чрезмерной защиты в стандартных продуктах, в более простых продуктах. Чрезмерная защита ведет к инфантильности клиентов, а инфантильность клиентов ведет к большой нагрузке на регулятора. И, соответственно, переходит на индустрию.

В нашем банке могут быть востребованными продукты, которые в себе несут серьезные косты: например, медицинская страховка. И внутри банка к очень многим социальным продуктам внедрен элемент софинансирования. Не знаю, насколько широко реализуема идея софинансировать жалобы физических лиц. Чтобы в случае, если жалоба признана справедливой, то физлицо получало возмещение, а если она справедливой не признана, то деньги за это заплатит физлицо. На наш взгляд, это тоже может способствовать снятию нагрузки.

Очень полезной была бы инициатива уравнивать налогообложение депозита и купона.

Что касается в целом развития рынка. Мы очень часто на всевозможных площадках говорим о том, как лечить симптомы. Но фундаментально у регулятора должны быть очень четкий, понятный КРП и очень четкая, понятная стратегия. Стратегия, понятное дело, должна регулярно пересматриваться. Мне кажется, что было бы очень полезно, если бы рост фондового рынка, количество IPO, рост рынка облигаций, доходность, которую получают инвесторы, — чтобы все это являлось жестко закрепленными КРП соответствующего регулятора.

Возможна централизация. Мы видели очень интересный кейс того, как была централизована функция поддержки строительной индустрии в «ДОМ.РФ», какой эффект это принесло индустрии. Возможно, подобного рода реорганизация регулирования могла бы дать эффект и на фондовом рынке.

Но в целом конкретные люди, конкретные регуляторы (министерство финансов, Центральный банк) должны, на наш взгляд, быть мотивированы на очень четкие, конкретные показатели. В таком случае рост рынка, который будет являться следствием функций правительства и регуляторов, будет давать инвесторам возможность гарантированно получать доходы. А индустрия будет иметь и бюджеты на маркетинг, и возможность дальше развиваться, предлагать новые продукты. Собственно, вот так.

Алексей Тимофеев. Я не уверен, что

Михаил закончил.

Михаил Автухов. Могу продолжить, но коротко.

Во-первых, я хотел бы сказать, что, конечно, в текущем году мы столкнулись с беспрецедентной ситуацией, никогда не было в мире. Мы практически не предполагали такого развития событий, вероятность была очень низкая. Мы все внутри индустрии очень сложно переживали этот процесс. Слаженная работа регуляторов (и Центрального банка, и Минфина, и правительства) в этот период достойна и аплодисментов, и признания. Индустрия быстро адаптировалась,

несмотря на все минусы (заморозка активов и так далее). Это стало результатом очень большого труда, ежедневного, еженедельного, в выходные — труда и всей индустрии, и регуляторов. Такой эффект взаимодействия очень-очень позитивен. Он стал открытием этого года.

Сейчас ведется очень большой объем работы по замещающим облигациям. Были приняты соответствующие указы, распоряжения, разъяснения. Мы уже увидели первый кейс обмена, пока на небольшую сумму: чуть больше 1 млрд долларов. На текущий момент практически 56 из 90 выпусков (это 2/3) обслуживаются в рублях. Очень активно проводится голосование по разделению потоков. Часть голосования еще идет, часть голосования повторяется. В целом это тоже большой позитивный процесс. И существенная часть проблем долгового рынка, связанных с еврооблигациями российских эмитентов, сейчас будет решена.

(Справка. Из-за санкций российским инвесторам перестали поступать платежи по еврооблигациям: эмитенты готовы исполнять свои обязательства, но не могут сделать это технически. Российские власти придумали способ решить эту проблему, введя так называемые замещающие облигации. Указ президента Российской Федерации №430 от 05.07.2022 «О репатриации резидентами — участниками внешнеэкономической деятельности иностранной валюты и валюты Российской Федерации» обязал российские компании, имеющие обязательства, связанные с еврооблигациями, исполнить обязательства перед владельцами еврооблигаций, чьи права учтены в российских депозитариях. Выплаты по этим облигациям производятся в рублях.)

Алексей Тимофеев. Михаил, спасибо.

Я тоже хотел бы присоединиться к оценке тех оперативных действий, которые Центральному банку и Минфину пришлось принимать в острую фазу кризиса. Нам есть о чем спорить с регулятором. Но в то же время индустрия не понесла, по существу, ни одной потери, а ведь казалось, что в сложившихся обстоятельствах они

неизбежны. Это в значительной степени результат усилий очень грамотных и профессиональных действий Центрального банка. Это, Оля, заслуживает аплодисментов еще раз, они причитаются также и Филиппу, который ушел без них.

А я хотел вспомнить еще о Кодексе этики НАУФОР. Я благодарен Михаилу за то, что он об этом упомянул. Утверждение Кодекса этики было для нас очень важным шагом. Этот шаг отражает развитие и НАУФОР как саморегулируемой организации, и саморегулирования в целом. Думаю, что и развитие индустрии. Для НАУФОР как для саморегулируемой организации нужно было убедиться в способности осуществлять правоприменение на основе принципов. Мы убедились в том, что наш дисциплинарный комитет в состоянии осуществлять регулирование на основе очень абстрактных норм этического характера и только после этого приняли Кодекс этики. И да, по-моему, первым пунктом этого кодекса является тезис о необходимости поддержания долгосрочных отношений с инвесторами. Должен сказать, что мы сейчас уже проводим несколько проверок нарушений этого кодекса.

Передаю слово Олегу Чихладзе, БКС. **Олег Чихладзе.** Добрый день! Сейчас сложно говорить о высоких горизонтах, у людей болят, в первую очередь, более насущные проблемы. Сложно думать об ИИСе, когда ты в метро можешь попасться какому-нибудь патрулю. Мы сейчас начинаем все плотнее и плотнее сталкиваться с этим вызовом, горизонт планирования наших инвесторов существенно сокращается. Ключевым элементом их удержания в периметре финансового рынка является доверие. Хорошо бы регулятору в этом контексте обратить внимание на кейс с «Газпромом» — с выплатой им дивидендов и большим количеством сделок, которые предшествовали соответствующим решениям. Хотелось бы увидеть, что люди, которые стоят за этими сделками, в конечном счете, будут выявлены, а регулятор продемонстрирует, что подобная практика

не просто является недобросовестной, а еще и реально имеет последствия.

Мы много говорим о порочном круге патернализма: когда клиент проявляет инфантильность, инфантильность приводит к безответственному поведению и большому количеству жалоб, из-за жалоб растут нагрузки на брокера, что приводит к еще большей инфантильности. Этот круг воспроизводится и начинает подрывать инновации, потому что запрещенным становится любое действие.

Если проанализировать, то 85% наших задач так или иначе связано с регулированием. От нас каждый день требуют немедленно что-то сделать. В итоге на вещи, полезные для клиентов, мы тратим, наверное, не более 15% ресурса. Остальной ресурс уходит на то, чтобы соответствовать возрастающему количеству регуляций. На наш взгляд, баланс все-таки очень сильно смещен в сторону нагрузки. Нам бы хотелось, чтобы пропорция изменилась.

Хотелось бы также вернуться к разговору о квалификации инвестора. Все-таки у нас есть опыт работы не только в российской юрисдикции. Мы знаем, что в других юрисдикциях, во-первых, нет централизованных экзаменов, во-вторых, у клиента всегда есть опция off/out. Если он готов брать на себя риск и подписать соответствующий документ, то всегда может сделать то, от чего его регулятор пытается оградить.

Текущие новации, которые исключают высшее экономическое образование как критерий для получения квалификации — это недоверие не просто к индустрии, но в целом к системе образования. Человек, который получил высшее экономическое образование, недостаточно понимает механизмы работы финансового рынка и не в состоянии принимать собственные инвестиционные решения — так ли это следует понимать?

Если иллюстрировать регуляторную нагрузку, то, наверное, самым показательным фактом является частичный запрет на покупку иностранных акций. У нас какая-то конкретная регуляция часто вво-

дится как частичная. Ввели частично: на 15% в этом месяце, на 10% в следующем. И вся индустрия оказалась не в состоянии реализовать эту задачу. Эту опцию просто заблокировали, при том, что есть акции как недружественных стран, так и дружественных. И теперь неквалифицированный инвестор не может покупать акции гонконгских компаний. На наш взгляд, это решение нуждается все-таки в продолжении дискуссии.

Мы тут много говорим о том, что конкуренция — двигатель перемен, которые идут на пользу клиенту. Что такое повышение конкуренции? Наверное, это снижение барьеров.

Сейчас мы видим два больших барьера, которые на данный момент серьезно ограничивают конкуренцию. Первый — это отсутствие реестра квалинвесторов. Наверное, в этом направлении можно сфокусироваться сильнее. Второй связан с выплатой налогов при переводе бумаг от одного брокера к другому. Когда произошел большой стресс, то почти все брокерские компании испытали колоссальную единомоментную нагрузку на свои депозитарии. Некоторые захлебнулись настолько, что сейчас не выполняют функцию налогового агента. В законе это опция, а не обязанность, и они сняли с себя эту опцию, потому что не в состоянии ее выполнить.

Мы бы хотели все-таки, чтобы индустрия сфокусировалась на проекте, который позволит сделать перевод бумаг таким же удобным, как перевод денег через СБП. И чтобы это был перевод бумаг, связанный с ценой покупки. Либо, как тут прозвучало, надо снять с брокера обязанность быть налоговым агентом. Что, наверное, может позитивно повлиять на региональные бюджеты, поскольку сейчас поступления концентрируются в нескольких брокерах.

Если говорить про ВДО. И ВДО, и бондизация, и все, связанное с розницей, — это вещи, которые будут жить рука об руку долго и счастливо. Потому что ВДО — это все-таки высокие риски. Все бумаги с рейтингом ниже Triple B — это 10% дефолтность на горизонте пяти

лет. Если текущая бондизация серьезно усилится, то следствием будет очередной виток жалоб и очередной рост нагрузки. Розница — не тот ресурс, который должен подпитывать финансирование фронтинговых облигаций. Высокодоходные облигации — предмет для инвестиций, в первую очередь, профессиональных управляющих. Инвестиции управляющих компаний сейчас на рынке присутствуют не так значительно, как прямые инвестиции со стороны розничных клиентов.

Также прозвучало несколько призывов (от Сергея Анатольевича в частности) более активно участвовать в репатриации, в переводе еврооблигаций из западного периметра. Этот периметр, наверное, в течение полугода будет закрыт для россиян именно как для клиентов. Оттуда уйдут не только российские долги: из Euroclear будут вытеснены все российские клиенты, в какой бы юрисдикции они не находились.

Тут возникает излишняя нагрузка, в том числе по благим, наверное, побуждениям. Например, одна из норм регуляции предусматривает, что брокер не может внедрять изменения в регламент, не предупредив клиентов за 15 дней. (При этом параллельно готовится голосование по «Газпрому», причем «Газпром» вводит какие-то пункты за несколько дней до голосования). Нам, чтобы получить доверенности от клиентов о том, что мы можем проголосовать от их имени за репатриацию, нужно водить изменения в регламент. Но мы этого не можем сделать, потому что есть 15-дневный барьер. Такие мелкие вещи могут являться препятствием.

Вот Сергей Анатольевич озвучил, что централизация — это то, в чем Россия преуспела. Я бы с этим утверждением по-дискутировал. На наш взгляд, драйвером индустрии являются снижение нагрузки и появление инноваций, следующих за этим снижением. Когда новые продукты нельзя запускать, потому что почти все запрещено, то вряд ли можно ожидать, что индустрия предложит полезные продукты. Продукты, помогающие клиенту

составить через 20, 30, 40 лет инвестирования солидный капитал, который подержит его при выходе на пенсию.

Индустрия сейчас работает в условиях достаточно серьезных внешних ограничений. Если к ним добавляется еще и ужесточение внутренних ограничений, то вряд ли мы сможем предложить что-то, кроме покупки пяти акций, которые инсайдеры гоняют туда-сюда. А розница смотрит на это и понимает, что доверия к таким инструментам не прибавляется. Спасибо.

Алексей Тимофеев. Олег, спасибо. Тему повышения требований к квалифицированным инвесторам предлагаю обсудить на «круглом столе», в котором будет участвовать Елена Шервуд от Службы по защите прав потребителей, наверное, главный инициатор этой концепции. Тем не менее, я хотел бы, чтобы мы отдавали себе отчет в том, что аналогичная зарубежная концепция (профессиональных клиентов) не связана с запретами, которые стали традицией у нас.

Теперь хотел бы углубить мысль (и Олега, и Романа Горюнова) о том, что условия финансового инжиниринга стали совершенно непредсказуемыми. Это отчасти связано с тем, что период ручного управления, к сожалению, еще не завершен. Чем раньше он будет завершен, тем больше определенности появится на рынке. Я понимаю причины, но все же нужно от этого режима уходить. И чем раньше мы уйдем от регулирования с использованием предписаний, рекомендаций, с последующим настойчивым контролем их соблюдения, тем лучше.

Нам нужны более определенные правила, на которые участники могли бы полагаться и планировать свою деятельность с учетом более предсказуемых и юридически определенных правил игры.

Дмитрий Панченко, «Тинькофф».
Дмитрий Панченко. Всем добрый день! Леша, спасибо тебе и твоей крутой команде за мероприятие. Это классная возможность. Искреннее спасибо регулятору за формальное и неформальное

общение, за донесение логики своих размышлений, это очень ценно.

Из того, что услышал, попробую обсудить три-четыре мысли. В меня вселяет определенный оптимизм то, что все-таки в картине мира регулятора фондовый рынок, во-первых, будет жить, во-вторых, будет важной частью финансирования экономики. Это, в-третьих, попытка сделать рынок открытым (там, где он есть) и нацеленность на долгосрочные деньги.

Теперь несколько моих мыслей. Чуть издали начну. Вот, например, внутри «Тинькофф» слово «брокер» звучит, может, раз в неделю, когда кто-то вспоминает про лицензию или какое-то официальное взаимодействие. Мы финансовый сервис, финансовая экосистема, которая создает продукты, закрывающие те или иные боли клиентов. Наша работа — чувствовать клиентов, классифицировать клиентов на разные сегменты. Фундаментальная ошибка — считать всех клиентов одинаковыми, брать среднее арифметическое, мерить среднюю температуру по больнице.

У нас есть определенное количество клиентов, которые только-только пришли на рынок и инвестировали очень мало денег (они не вваливают на фондовый рынок последние деньги). Их забота не заработать миллионы и миллиарды, а, скорее, получить базовое образование: что такое инвестиции, какую информацию читать, какие типичные ошибки можно допустить.

На этот уровень мышления пора переходить всем, в том числе, от продуктовых подходов. Мы сейчас что будем делать? Мы видим существующие проблемы клиентов, пытаемся их закрывать, регулятор нам рисует фреймворк, и мы пытаемся в рамках этих заборчиков создать ценность для клиента. Мы осторожно начали давать клиентам возможность торговать заблокированными активами, потому что кому-то из них надо профинансировать какие-то жизненные потребности, им нужны деньги. Вот мы закрываем эту боль.

Дальше мы хотим осторожно тестировать ЦФА. Причем у меня тоже нет ощущения, что это серебряная пуля, что этот продукт решит все проблемы. Мы попробуем, померяем спрос, покажем клиентам, за счет чего дали им дополнительную доходность. Возможно, дальше это станет популярной рыночной практикой.

Регулятору очень важно не уйти в ту плоскость, когда он говорит брокеру, какие нужны продукты и пытается их пропандировать. Брокер сам хорошо чувствует клиента и пытается дать ему то, что реально закрывает текущую потребность.

История с 10-летними инвестициями вызывает пока скорее когнитивный диссонанс. У команды «Тинькофф» есть мечта: сделать хороший пенсионный продукт. Который был бы прозрачным. Который был бы, может быть, даже кастомизированным под каждого клиента. И за счет эффекта масштаба мы могли бы отдать клиенту очень много доходности. В текущих конфигурациях проблема только одна: мы не видим, какую боль клиента закрывают текущие НПФы. Когда НПФ показывает такую ежегодную доходность, что в любом банке по годовому депозиту клиенту дадут больше, то какую проблему клиента решает фонд? Почему мы не учитываем сверхдюрацию, когда речь идет о 25-летнем специалисте, который решил создавать себе долгосрочную пенсионную историю? Очень важно начать что-то делать с этой тематикой. Здесь точно можно создать красивый продукт. Но пока в этом болотце довольно долго ничего не менялось.

В отношении качества иностранных бумаг. Мы считаем, что договоренности, которые казались разумными, которые защищали инвесторов, были регулятором нарушены. Регулятор принял другое решение. Надо относиться к нему с уважением и выполнять.

Но более плавный сценарий позволил бы нам иметь другую экономику. Мы сейчас реально развиваем клиентов, развиваем сервисы. В России появились сервисы мирового уровня. Когда наша экономика серьезно схлопывается, мы соответствен-

но меньше вкладываем в сервис, наш продукт ухудшается. Это плохо для индустрии, мы сейчас однозначно ушли на несколько лет назад, это надо признать. Дайте брокерам возможность создавать новые продукты, которые закрывают боли клиентов. У брокеров уже давно нет стремления быстро нажиться на клиенте, финансово изнашивать его и пойти искать следующего. В нашей компании другой подход: мы стремимся привязать клиента к нашей экосистеме желательно лет на 10, а лучше больше. Поэтому мы создаем продукты категории «джуниор», захватываем клиента уже в 15–16 лет.

Надо понимать, что главный актив любого бизнеса — это не машины, не недвижимость, не земли и даже не сотрудники. Наш главный актив — клиент. Мы хотим защищать права своих клиентов не меньше, чем регулятор. Одна из наших метрик — счастье клиента, быстрое решение его проблем.

Поэтому надо внимательно отнестись к мантре о «защите прав инвесторов», продумать, что мы хотим реально защищать. В базах «Тинькофф» сейчас 2,5 млн активных клиентов. Я готов признать, что, наверное, мы тоже косячим, но мы же сами и закрываем свои косяки в кратчайшие сроки. Поэтому я пересматривал бы защитный подход и, может быть, вместе выработывал какие-то идеи. Потому что в итоге защита довольно часто выливается в клиентский терроризм, который брокерам обходится в немалые деньги, да и регулятору плюсов в карму не добавляет.

У нас очень крутая и сильная брокерская индустрия, мы это видим, сравнивая по миру. Нам важно, чтобы была конкуренция. Конкуренцию закрывает обеспечение Сергея Анатольевича, когда он переживает, что жадные инвестиционные дома обирают клиента, не дают ему доходности. Но конкуренция ведет как раз к тому, что мы снижаем свою маржинальность, пытаемся оптимизировать процессы, чтобы дать больше доходности клиенту. Поверьте, даже инвестиционные ноты от крупнейших инвестиционных

банков мира имеют очень невысокую маржинальность и довольно эффективно работают. Все продукты, если делать их с прицелом на долгосрочность, несут клиентам большую пользу.

Вот, наверное, такие мысли хотел изложить. Спасибо.

Алексей Тимофеев. Спасибо. Мне кажется, то, что говорил Дмитрий, было продолжением темы первой сессии. О том, что профсообщество имеет в виду, когда говорит об инвесторе. И что, со своей стороны, имеет в виду регулятор. И да. Видимо, наши точки зрения на этот счет довольно здорово расходятся. Регуляторные приемы, которые использует государство, выдают стремление ограничить риски инвесторов. Это отношение к инвестору, как к сберегателю (фраза первой сессии). Может быть, даже отношение к нему, как к депоненту. И недоверие к тому, что он может брать риски, которые, с точки зрения индустрии, являются неотъемлемой частью инвестиционного процесса. Раскрытие информации — главный регуляторный принцип на фондовом рынке, в отличие от рынка безрисковых обязательств (депозиты и некоторые другие).

Меня тоже очень беспокоит дефицит инструментов и полная неопределенность по поводу того, чем запрещенные инструменты можно было бы заменить. Правильно, наверное, сказать, что мы оказались в ситуации, когда наши инвесторы замкнуты в ограниченном количестве финансовых инструментов страны, ведущей военные действия и находящейся под санкциями. Это не лучшие инвестиции, если честно. Нужны различные инструменты, которые могут компенсировать риски, связанные с инвестициями в такие инструменты. В этом нужно положиться на индустрию, на ее чутье и заботу об инвесторе. Полагаю, Центральный банк вполне может положиться, потому что индустрия, сформировавшаяся в России, является в высокой степени добросовестной. Бывают поводы применить к ней строгие меры, в любой стране есть за что их применять. Однако лучше не пользо-

ваться такими мерами, как запрет целой группы инструментов.

Юра, ты хотел реплику, и после этого я передам слово Ольге.

Юрий Маслов. Спасибо. Я пока слушал Дмитрия, сформулировал для себя мысль, которой хотел бы поддержать и Дмитрия, и Алексея. Мы сейчас защищаем права инвестора, но не защищаем возможности инвестора. Это как работа с риском/доходностью. Если мы пытаемся снизить риск, то для нас идеальный инвестор — это человек в депозитах. Но так мы не запустим инвестиционный процесс. А ведь важно, чтобы люди несли деньги на фондовый рынок, инвестировали их в экономику. Высокодоходные облигации имеют риск, но такие бумаги — это почти стартапы.

Если мы зажимаем инвестора, то сложно будет запустить инвестиционный процесс. А ведь инвестиционная индустрия нужна именно для этого. Ее роль — возвращать деньги в экономику. Всё.

Алексей Тимофеев. Я уверен, что Ольга прокомментирует выступления предшественников. Но хотел бы адресовать ей еще несколько конкретных вопросов. Они логичны с точки зрения того, что мы обсуждали, в плане дефицита инструментов, главным образом бондов. Мы действительно откатились на несколько лет назад. Есть ограничение доступа даже к бондам, например. Без тестирования нельзя приобрести облигации с рейтингом ниже triple A. Но облигации с рейтингом ниже triple A вполне заслуживают инвестиций некачественных инвесторов, это качественные эмитенты.

Если вы заставляете инвесторов проходить тестирование в этом случае, то вводите их в заблуждение относительно целей тестирования и инвестиционных качеств инструментов. Мы, например, не согласны с тем, что инструменты ниже triple A требуют тестирования.

Структурные продукты с защитой капитала. Мы вели очень плодотворную дискуссию о том, как расширить круг этих инструментов. В сложившихся

обстоятельствах эта дискуссия естественным образом прервалась. Но я бы предложил к ней вернуться, потому что очень многие инструменты с защитой капитала могут сыграть хорошую роль в защите интересов инвесторов и развитии продуктового ряда, который мог им быть предложен в настоящее время.

Общий «стакан» с дружественными нерезидентами. Мы призывали к этому, отлично, что это сделано. Но, как я понимаю, потенциал ликвидности развития этого «стакана» ограничивается указом президента, который налагает запрет на операции с бумагами стратегических, важных для российской экономики компаний — на операции нерезидентов и ПИФов, где есть хоть один нерезидент в качестве пайщика. Это требует решения.

Ольга, подтверди, пожалуйста, слова Филиппа, что послабления, которые были предложены индустрии, не вызывают беспокойства и, может быть, будут закреплены, если я его правильно понял. А мой вопрос был бы о том, не видит ли регулятор еще каких-то рисков? и поэтому не будет ли рассматривать (надеюсь, что не будет) вопросы ужесточения требований к нормативам: достаточности, ликвидности и некоторым другим требованиям к профессиональным участникам рынка ценных бумаг?

Ольга Шишлянникова, Центральный банк.

Ольга Шишлянникова. Добрый день, коллеги! Можно я начну как обыватель, а не как регулятор? Я вот слушала и первую сессию, и вторую. Меня очень сильно волнуют вопросы ИИС. И что сложившаяся сейчас ситуация, к сожалению, приводит к невозможности для финансовой организации осуществлять определенные операции в том объеме, как раньше. Вот у Сергея Анатольевича всегда в качестве примера медицинские темы, а я хочу привести аналогии с семейным бюджетом.

Коллеги, все мы обладаем определенным семейным бюджетом. Когда возникают проблемы, то мы вынуждены выбирать то, что можем сделать. Я за то, чтобы оставить

ИИС-1, вот всеми фибрами своей души. Но если в семейном бюджете Российской Федерации не хватает денег на то, чтобы иметь и ИИС-1, и ИИС-3, то бюджет вынужден выбирать и останавливаться на том, что ему кажется более важным.

Ровно так же я за то, чтобы бизнес развивал свои продукты и инструменты, делая их более удобными, привлекательными для клиентов. Но если сейчас ситуация такая, что маржинальность падает (да, финансовые организации не виноваты в этом), то говорить о развитии... вот иногда вроде бы надо сделать ремонт в квартире, но средства не позволяют сейчас это сделать. Поэтому еще год-два проживем с прежним интерьером.

Когда мы выстраиваем свои ожидания, я призываю всегда думать, в том числе, категориями личной жизни. В личной жизни мы считаем ограничения нормальной ситуацией. Да, я не куплю «Ролекс», а оставлю эти деньги на образование ребенка. Это более долгосрочные инвестиции. Причем в далеком будущем, может быть, ребенок меня будет поддерживать, если будет невозможно жить на пенсию. Еще раз: я не против ИИС-1, я не против развития инструментов. Но я за то, чтобы мы соотносили наши желания с нашими возможностями.

Теперь выступлю как регулятор. Очень хочется начать отвечать на вопросы, но все-таки начну с того, что хотела рассказать. Интересно поделиться с рынком некоторыми цифрами. Хотя согласна с прозвучавшим мнением, усредненные цифры показывают не все. Я всегда в этих случаях вспоминаю моего учителя математики. Я умножала в уме трех-, четырехзначные цифры, всегда старалась делать это очень быстро, поэтому иногда говорила: «В среднем». И мой учитель математики отвечал: «Ольга, в среднем мы с тобой съели по булочке. Я две; ты ни одной. Почувствуй разницу». Вот, я все-таки привела бы средние цифры по рынку для того, чтобы понимать, где мы сейчас находимся.



Рост клиентов действительно идет. С начала года — плюс 32%, 26,7 млн на 31 августа. Мы в Банке России задаемся вопросом: кто эти люди, обладающие оптимизмом приходить на фондовый рынок? С начала года произошел огромный приток, не полагаю, что это новые клиенты. В первом полугодии точно шел переход клиентов из санкционных компаний в компании, которые под санкции не попали. Наверное, эти цифры брать для примера неправильно, потому что они не показательны. Но мы видим рост и в третьем квартале. И помним, что уже не было крупных санкционных проблем, а клиенты все равно идут и исчисляются сотнями ты-

ся. Соответственно, все-таки доверие к рынку есть. Это — доверие вам, вашему бизнесу. Верят — и идут.

Другим показателем того, что все-таки верят и идут, являются цифры чистого притока денег на финансовый рынок. К сожалению, по рынку доверительного управления индивидуальная цифра пока еще отрицательная: притоков, превышающих оттоки, мы не видим. В отношении брокериджа притоки есть.

Более того, приток на конец августа этого года превысил приток, который был в январе. К сожалению, это приток за счет в основном юридических лиц. Если же мы посмотрим на розницу, то притоки восстанавливаются. Они еще не

дошли до уровня начала года, но прошли уже почти половину пути в этом направлении, и они растут. Я говорю про данные на 31 августа; сентябрьские события мы пока учесть не можем. Опять же, это говорит о доверии рынка. После огромного падения в марте, где был огромный отток и из доверительного управления, и из брокерского бизнеса, пошел позитивный процесс возврата клиентов на рынок. Это доверие вам, но не только доверие. Мы понимаем, что у клиентов утрачена возможность хранения ресурсов в валюте, а сбережения надо куда-то вложить. В том числе, на фондовый рынок.

Ну, это из позитива.

Теперь цифры не из позитива. На 22% снизилась стоимость чистых активов клиентов на брокерском обслуживании по сравнению с началом года.

Мы проанализировали рынок доверительного управления, в который призываем идти неквалифицированных инвесторов. Сергей Анатольевич сегодня на первой сессии сказал, что вот как раз туда надо идти. Что мы видим там? Мы там видим чуть меньше, чем у брокеров, снижение, но все равно минус 11% от начала года. И — о ужас! У стандартных стратегий — минус 18%. То есть тот факт, что клиенты пользовались стандартной стратегией доверительного управляющего, не сильно их спас относительно того, как если бы они инвестировали сами.

Здесь говорили про структурные облигации. Мы пытались анализировать. Конечно, это не стопроцентное утверждение, но мы попытались анализировать, чем индивидуальные стратегии отличаются от стандартных по составу и структуре. А вот чем: в стандартных стратегиях больше структурных продуктов. В индивидуальных стратегиях их практически нет, а в стандартных стратегиях есть. И это один из тех инструментов, который принес клиенту дополнительный минус.

Ни в коей мере не хочу сказать, что они должны были остаться в плюсах. Мы знаем, что произошло на рынке, знаем, что ситуация тяжелая. Нельзя сказать, плохим или хорошим результатом являются эти минусы, которые я озвучила. Это просто показатель того, сколько клиенты потеряли. И, когда мы говорим о том, что иностранные ценные бумаги теперь для неквалифицированных инвесторов недоступны, это выражает желание Банка России, чтобы цифра минус 22% не превратилась в цифру минус 35–40–45%. Для понимания того, почему мы принимаем иногда такие решения.

Ну, наверное, про цифры хватит. Давайте поговорим о том, что поменялось на рынке и что, может быть, будет интересно. Мы видим сокращение количества сделок, совершаемых клиен-

тами, мы видим, что клиенты выходят из иностранных ценных бумаг. И это было еще до того, как регулятор ввел запрет на иностранные ценные бумаги. Я сейчас говорю про клиентов на брокерском обслуживании, которых мы не принуждали запретом, а лишь призывали выходить. И мы видим: клиенты услышали и поняли, что существуют риски, связанные с этим инструментом.

Что еще видит регулятор? Что торговая активность клиентов снизилась почти на треть. И это, конечно, тоже не добавляет ликвидности рынку.

Видим, что волатильность сильно увеличилась, в несколько раз относительно той волатильности, которая была на рынке на начало года. Это говорит о том, что у клиентов, особенно у неквалифицированных инвесторов, будет больше проблем при самостоятельном инвестировании, поскольку неквалифицированный инвестор зачастую действует под влиянием толпы. Он смотрит, что все продают, смотрит, потом тоже решает продать. Продал на самом низу, понес убыток больше, чем мог. Потом сидит и думает: «Ой, вот покупают такую бумагу». Сидит, ждет. Ждет, ждет, ждет, пока она забралась на самый верх, тогда покупает по самой высокой цене. Именно это приносит наибольший убыток, даже не маргинальная торговля, хотя там мы тоже видим у инвесторов определенные проблемы. Но видим и позитивное направление брокеров, которые в период высокой волатильности сокращают маржинальность позиций, несмотря на большие закрытия, которые мы видели в сентябре. Было пролито много крови, но крови было бы значительно больше, если бы брокеры не предприняли действия по снижению маржинальности у клиентов. Я бы в плюс это отнесла, не в минус.

Еще один позитив: мы не потеряли ни одной компании. Еще раз, это заслуга профсообщества. Но и, надеюсь, немножко регулятора, в части ввода пруденциальных нормативов. Я к ним позже еще вернусь. В марте мне каза-

лось, что будет хорошо, если с рынка уйдет десяток-другой компаний. Вот такой пессимизм был. Потом думала: хорошо, если одна-другая компания уйдет. Но вот, о, счастье — не ушла ни одна компания, все смогли выстоять. Это говорит о том, что бизнес построен надежно.

Дальше буду говорить и про послабление, и про все остальное. Мы посмотрели, как, например, замороженные активы сказываются на нормативах профессиональных участников. Смотрели по крупнейшим участникам, поскольку эту отчетность сдают крупные компании, а малые будут сдавать только по итогам года. Банк России не может не радовать, что ни у одной компании замороженные активы не привели к выпадению из нормативов. Это говорит все-таки о высокой устойчивости индустрии. Еще раз подчеркну, это не может не радовать.

Ну, теперь от цифр к регулированию. Мы прожили эти семь месяцев в совершенно новой парадигме. Раньше мы никогда не регулировались на уровне указов. А теперь узнали, что бывают такие указы. Мы знали, что Банк России разрабатывает подзаконные акты. А теперь мы разрабатываем подуказные акты в виде решений совета директоров, в виде официальных разъяснений, в виде разрешений на совершение биржевых сделок, которые может выдавать Банк России, либо разрешений правительственной комиссии по внебиржевым сделкам. Я никогда не видела такого вала запросов по разъяснениям. И да, мы не всегда могли дать профучастникам своевременные и быстрые ответы не потому, что не хотели. А потому, что, как и вы, не имели ответов, а пытались их найти вместе с вами. Ну, как получилось, так получилось.

(Справка. Имеется в виду ряд Указов Президента РФ, отвечающих на недружественные экономические действия западных стран. В частности, Указ Президента РФ от 5 августа 2022 г. № 520 «О применении специальных экономических мер в финансовой и то-

пивно-энергетической сферах в связи с недружественными действиями некоторых иностранных государств и международных организаций»).

Еще несколько лет назад мы принимали по несколько новых нормативных актов в год по каждому рынку и вводили их. В этом году приняли, например, по брокерскому бизнесу (если не брать решение совета директоров относительно снижения «плеча» по маржинальной торговле) только один акт. И то это не новое регулирование, оно было принято несколько лет назад (пять или шесть лет назад), мы просто туда добавляли отдельное регулирование по инвестсоветникам. И это все. А могли бы принять много чего хорошего.

На следующий год планируем маржиналку. Может быть, и не планировали бы, но Московская биржа запустила опционы, они явно рассчитаны на розничных инвесторов, а маржинальные требования Банка России на них не рассчитаны. И да, спасибо большое рынку, который активно взаимодействует с сотрудниками Банка России, разрабатывающими соответствующие нормативные акты. Пока не на уровне нормативного акта, а на уровне концепции. Мы еще только к концу октября будем готовы дать проект. Ну, мне кажется, большей открытости от регулятора уже даже и ожидать не стоит.

Возвращаясь к вопросу, который задавал Алексей. Банк России принял 40 с лишним послаблений. Сейчас проводим их ревизию. Видим, что большинством из наших послаблений рынок не пользуется. Естественно, отменим их. Видим и те послабления, которыми пользуются. Если эти послабления не принесут с собой значительных рисков, то будем думать над тем, чтобы перенести их в регулирование. Где-то мы дули на воду, боясь, что реализуются конкретные риски.

С более четкими итогами того, что именно по каким конкретно послаблениям будем делать, вернемся к рынку в

ноябре. Мне кажется, Филипп эту дату уже озвучивал.

Но чего не было в наших послаблениях, да это и не послабление никакое — так это пруденциальных нормативов. Конечно же, мы не думаем о том, чтобы увеличивать минимальный размер нормативов, полагаем, что они должны остаться в той мере, в которой есть сейчас. Они были рассчитаны не на пустом месте, и пока мы не видим оснований для их пересмотра. Но мы видим, что жизнь тоже поменялась. Активы, которые мы раньше считали супернадёжными и ликвидными, теперь надо пересмотреть (имею в виду замороженные активы). Да, это хорошие активы, но они неликвидные, потому что заморожены. Мы их по-прежнему считаем ликвидными, а воспользоваться ими нельзя. Будем думать, что с этим делать, но хочу подтвердить, что именно так мы думаем.

Мы будем думать над постепенным, поэтапным отражением новой реальности в отношении этих замороженных активов с горизонтом как минимум два-три года. Хотя, еще раз говорю, мы видим, что они не сказываются катастрофическим образом на соблюдении нормативов. Но мы понимаем, что ужесточение приведет к потребностям финансовых организаций пересмотреть свое финансовое планирование. И мы постараемся его разложить на более продолжительный период с целью не добавлять дополнительное давление. Но, согласитесь, риски по инструментам реализовались, теперь надо думать, что с этим делать.

Упомянувшийся здесь 520-й указ сотрудники Банка России увидели одновременно с рынком. Да, в нем масса проблем. Мы написали письмо в администрацию президента, подготовили предложения по изменениям в этот указ. Будем вести переговоры, для того чтобы внести изменения в документ. Нам кажется, что рынок паевых инвестиционных фондов надо исключать из сферы действия этого указа. Но

для того, чтобы обеспечить защиту тем стратегическим предприятиям, о которых идет речь в указе, мы будем говорить о некоем все-таки квотировании.? Я имею в виду, что в паевых инвестиционных фондах доля таких инструментов должна быть не ниже определенного уровня, чтобы дать ту защиту, которую предполагал президент, принимая этот указ. На наш взгляд, если мы поставим ограничение даже в 10%, то оно будет достаточным для того, чтобы дать, с одной стороны, комфорт авторам указа, а с другой стороны, не остановить работу управляющих компаний в тех паевых инвестиционных фондах, где есть доля нерезидента (зачастую совсем маленькая).

Мы видим проблему, связанную с подпунктами «б» и «е». Невозможно управлять рисками, если сначала не определить, у кого какая доля акций стратегических компаний имеется, и владеет ли то или иное лицо сотой или тысячной долей квадратного метра в недрах. Мы попросили администрацию рассмотреть возможность установления какого-то процентного порога: порог должен начинаться от значимой доли, а не с одной акции, которая составляет 0,000001 от уставного капитала. Ну и еще одну меру предложили. Не знаем, правда, как она будет соотноситься с желанием дозировать информацию с целью исключения дополнительного санкционного давления. Но предложили предусмотреть раскрытие информации для тех компаний, которые владеют портфелями с превышающими долями. Чтобы участники рынка тоже могли понимать, есть ли риск несоблюдения указа.

И, наверное, одна из самых больших болей — это организованный рынок и ничтожные сделки. Это, конечно, две несовместимые вещи. Мы просим заменить ничтожность хотя бы на оспариваемость, что позволит сохранить ту устойчивость, которой всегда обладал организованный рынок. Насколько быстро получится,

не знаем. Хочется верить, что очень быстро.

Ну, и о вызовах. Тут не думаю, что буду уникальна даже относительно коллег с рынка. Про пруденциальные нормативы сказала: мы должны все-таки в ближайшей перспективе обеспечивать финансовую устойчивость и аккуратно анализировать, как переносят финансовые организации последствия тех событий, которые уже реализовались даже у Банка России. Не говоря уже о тех событиях, которые, может быть, еще реализуются в будущем.

Вторая боль — заблокированные клиентские активы. Сегодня звучало уже много информации по этому поводу. Не могу не отметить позитивные практики, которые регулятор видит на рынке. Одна из самых позитивных практик заключалась в том, что профучастник обменял клиентам заблокированные в ПИФе активы на деньги. Причем я сразу сказала своим сотрудникам: «Проверьте, по какой цене», однако это оказалась моя профессиональная деформация. Да. Ведь первые предположения какие? Что управляющие на чем-то зарабатывают. Но нет. Цена была адекватная. Не могу не сказать, что это позитивная практика.

Но не могу не сказать, что мы видим и негативную практику. Бывает, активы выкупаются с таким дисконтом, что клиенту остается 10%. И не потому, что такова реальная цена на продукт, нет. А потому что хочется заработать. И заработать весьма прилично.

Я понимаю трудности, которые возникли у финансовых организаций. Но все-таки доверие рынка строится не только на сохранении льготы по ИИСу, но также из того, как профучастник помогает клиентам выйти из той трудной ситуации, которая сейчас возникла. Еще раз: не призываю тратить на это свои деньги. Призываю все-таки помогать клиентам выходить из активов по цене, близкой к той,

которая складывается на рынке заблокированных активов. Коллеги, если будет негативная практика, то уж извините, и предписаниями и, возможно, рекомендациями будем обращать ваше внимание на это. В понимании регулятора это тоже влияет на доверие рынка.

Что касается 7 января, то информация вроде бы позитивная, я имею в виду, что европейские регуляторы разрешили. Но мы же с вами понимаем, что до 7 января осталось меньше трех месяцев. И такие вопросы, в моем понимании, за три месяца очень трудно решить, скажу осторожно. К сожалению, времени очень мало, и есть очень большая проблема, которая не зависит от решения Банка России. Сегодня это прозвучало, Сергей Анатольевич сказал: «Давайте срочно собирать данные клиентов». Это же персональные данные, а трансграничная передача персональных данных сопряжена с большими проблемами.

Мы обратились в Роскомнадзор, успели это сделать даже до объявления даты запроса. Спели им песню, как жалко российских клиентов, искренне спели, потому что клиентов действительно жалко. Сказали, что понимаем: защита персональных данных — это очень важно. Но мы вынуждены выбирать. Роскомнадзор пообещал очень оперативно подумать над вопросом и попытаться помочь нашим клиентам хотя бы разъяснениями про передачу трансграничных данных. Может быть, это поможет решить хотя бы какую-то проблему. Но, еще раз, сроки очень жесткие.

Ну и, конечно же, боль, связанная с недостатком активов. Здесь я с коллегами согласна. Исключение иностранных ценных бумаг сократило возможности для диверсификации. Хотя, еще раз повторюсь, мне кажется, что наши ограничения все-таки имели под собою как минимум определенные объективные причины. И да, надо больше активов

для того, чтобы инвесторы могли выбирать.

Здесь от представителя Совкомбанка звучала история про то, что надо развивать третий эшелон облигаций. Банк России это тоже поддерживает. Но мы знаем, что у этих компаний нет ни опыта выхода на финансовый рынок, ни зачастую средств для того, чтобы пройти путь до выпуска не только акций, но и облигаций. Может быть, стоит воспользоваться примером клуба защиты инвесторов, который организовывала Московская биржа. И создать клуб поддержки новых эмитентов, где попытаться централизованно оказывать поддержку в подготовке эмиссионных документов, в совершенствовании корпоративных процедур, которые требуются для размещения. Размещения бумаг таких эмитентов могут дать рынку толчок для развития, поэтому я бы не ориентировалась только на регулятора. Я много слышу о том, что регулятор должен то, регулятор должен это. Ни минуты не сомневаюсь: должен. Но, к сожалению, мы тоже ограничены в ресурсах и возможностях. Если рынок поможет сам, было бы здорово.

Ну и последняя тема: мобилизация. Мы делаем все, что можем, коллеги, но это не тема Банка России. К сожалению, мы не можем ответить ни за Минобороны, ни за Генштаб. Мы обращаемся в эти инстанции на тех же основаниях, как и все остальные. Иногда получаем ответы, а иногда нет. Что можем — делаем. Но я и вас призываю что-то сделать для защиты своих сотрудников. Мы даем письма, которые иногда помогают, иногда нет, но это дополнительная возможность. Пожалуйста, обращайтесь. Надо подумывать и о клиентах, которые ровно так же могут попасть под мобилизацию. Их портфелями надо управлять, надо им что-то в этом направлении предложить. Возможно, стоит иметь на сайте памятку, что делать инвестору в случае,

когда он получил повестку. Чтобы не увеличились маржинальные требования к этому клиенту, чтобы потом у него не было негативной позиции. Мне кажется, что в данном случае эта социальная ответственность вполне подъемна для рынка. Еще раз, это не про деньги. Вы как профессиональные участники гораздо лучше знаете, что надо делать в критических ситуациях. Чтобы человек, получивший повестку, мог успеть проделать действия, которые минимизируют его убытки и риски, а также ваши.

Иностранные ценные бумаги ушли, без них тяжело, но в портфелях клиентов они составляют не такое большое количество и, как я сказала, уменьшились. Поэтому говорить о том, что с уходом иностранных ценных бумаг значительно усложнилась возможность диверсификации, не приходится. Кроме того, наша статистика показывает, что диверсификацией портфеля занимались клиенты, у которых портфель даже не от 1 миллиона рублей, а ближе к 10 млн. Это, скорее, квалифицированные инвесторы. При этом мы видим неквалифицированных инвесторов с портфелями до 100 тысяч рублей, и в этих портфелях только иностранные ценные бумаги. Там не было никакой диверсификации, вообще никакой. Поэтому говорить о том, что сейчас возможность диверсификации утрачена, можно только с определенной долей осторожности.

Ну, относительно КРП для Банка России по обеспечению доходности для инвесторов — это прекрасное предложение. Но, вы же понимаете, чудес не бывает. Если доходность инвесторов должен обеспечить Банк России, то мы ограничимся, скорее всего, государственными ценными бумагами и депозитами. **Михаил Автухов.** Причем годовыми. **Ольга Шишлянникова.** Это все равно, что мы вам вменим сейчас обязанность обеспечить доходность по брокерским портфелям для клиентов в

том случае, когда клиент сам выбирает инструмент. Соответственно, что вы будете делать? Вы им будете запрещать покупать те инструменты, которые могут принести убыток. Можем попробовать.

Не могу не отметить Кодекс этики НАУФОР. Я абсолютно согласна с Алексеем. Это, на мой взгляд, очень большой показатель того, что рынок взрослеет. И этот документ, возможно, позволит Банку России в каких-то случаях не принимать ограничительное регулирование. Если рынок не ограничится лишь принятием этого кодекса, но будет заниматься еще и контролем его соблюдения, то регулятор абсолютно точно не будет вводить ряд норм. Это точно в плюс.

Про сравнение российского рынка с рынком иностранным, где инвесторы не ограничены в приобретении тех или иных инструментов. В целом согласна с тем, что такая диспропорция между нашими рынками есть. Но не забывайте и про диспропорцию во времени существования рынка. 30 лет для рынка не так много, особенно с учетом того, что массовый инвестор стал приходиться недавно. Чтобы инвестор понимал свою долю ответственности за инвестиции, надо, чтобы он получил определенный объем финансовой грамотности. Работа в этом направлении идет. В школе уже введены уроки финансовой грамотности. Осталось только дожидаться, когда те, кто их выучит, начнут инвестировать. Возможно, тогда мы будем снижать существующие ограничения. Потому что на западных рынках у инвесторов уже на уровне генетического кода есть фиксация того, что инвестиции всегда сопряжены с рисками. Наши инвесторы, к сожалению, пока еще только приобретают рефлекс Павлова. Вложил, потерял — ага, значит, так нельзя, надо как-то по-другому. Вложил по-другому, опять потерял — ага, так тоже нельзя. А вот здесь не потерял — ага, значит, так и надо действовать.

Что бы ни говорили про акции, облигации, но пенсионные фонды — это единственный рынок, который сохранил активы и остался в плюсе. Там не всегда такая доходность, которую хотелось бы иметь. Но НПФы не потеряли, а приросли на несколько процентов, даже в нынешних условиях. Значит, есть определенная правда в том, как был отрегулирован негосударственный пенсионный рынок. Наверное, с ростом финансовой грамотности наших инвесторов надо будет предлагать им различные виды продуктов с различным уровнем рисков. Но пока надо этот уровень финансовой грамотности получить.

Наверное, все. Если будут вопросы, готова ответить дополнительно. **Алексей Тимофеев.** Хорошая мысль. Я бы предложил участникам сессии сделать по реплике. Есть ли у вас комментарии к сказанному Ольгой? Вот, **Владислав.** **Владислав Кочетков.** У меня комментарий в той части, что на самом деле российский инвестор от западного ничем не отличается. Для любого инвестора убыток — это неожиданность, он пришел зарабатывать. Генетический код клиента американского от кода клиента российского не отличается ничем, кроме того, что российскому говорят: «Жалуйся, защитим, жалуйся, защитим, ты не виноват, это внешнее зло». На самом деле человек виноват, безусловно. Придя на рынок, он взял на себя риск и его об этом предупредили.

Может быть, вообще проблема в том, что Банк России живет в парадигме, где брокер не рассматривается как клиент. Для ЦБ брокер не клиент, а некое зло, придуманное мировой буржуазией, чтобы обирать русского человека. А это не совсем так.

Идея про КРП очень хороша. Просто, когда мы говорим, что у Банка России целевым показателем является рост фондового рынка, это кончится тем,



что ЦБ ликвидирует брокеров и создаст очередной нежизнеспособный маркетплейс. Который должен будет решить все проблемы, а на самом деле просто их погасит: нет клиента — нет проблемы. Поэтому в КРІ должно включаться развитие брокерского бизнеса. И, может быть, тогда взаимодействие с регулятором будет интереснее и конструктивнее.

Алексей Тимофеев. Олег, ты?

Олег Чихладзе. В качестве КРІ я, может быть, добавил бы проекты, которые помогут брокерам снизить возрастающие косты, помогут эту ситуацию пережить.

Алексей Тимофеев. Хорошо.

Михаил Автухов. Я бы хотел прокомментировать свою реплику насчет КРІ по доходности. Я не совсем так сказал. Был КРІ на рост капитализации рынка. И как раз тот факт, что этот ориентир трансформируется, как мне кажется, лишь подчеркивает, что это очень важная тема, которую необходимо обсуждать. Вроде бы фондовый рынок есть, но в то же время за него вроде бы никто не отвечает. Вернее, вроде бы как отвечают все, но никакого результата это вроде бы не приносит.

Есть какие-то инвесторы, у них есть странные желания: инвестировать, сберегать, сохранять, приумно-

жать. Есть брокеры, которые пытаются дать им хороший сервис. Все друг с другом конкурируют, все находятся друг с другом в конфронтации. Есть регулятор, который тоже вовлечен как своего рода третья сила. А фондовый рынок движется сам по себе, плывет по волнам.

Еще раз повторяю, что есть примеры хорошей, целенаправленной организации процесса проведения государственной политики развития. Уже называл «ДОМ.РФ», например. По такому ли образу, по другому ли, но пока не будет фундаментальных КРІ, то фундаментально рынок будет вроде как и под надзором, но при том при

всем — беспризорным. У семи нянек дитя без глаза.

Очень короткий комментарий про ВДО. Не знаю, почему бы, при надлежащем информационном раскрытии риска, при возможности анализа, эти бумаги могли быть для российских инвесторов хуже, чем акции на площадке Гонконга. Или где-то в Америке. Или в каких-то других дружественных, не самых плохих географиях. Инвестор-сберегатель имеет право развиваться и знакомиться с другими инструментами, помимо депозита и самой простой облигации.

Наш рынок ограничен сейчас в возможностях инвестирования в другие географии. И я не уверен, что такое инвестирование несет контролируемые риски для российских инвесторов. Пока эти риски не являются определенными либо инвесторы не отдают себе отчет в их присутствии, мы не видим возможности рекомендовать подобные инструменты. Географическая диверсификация — лишь один из видов диверсификации. Хотя, конечно же, чем больше инструментов и чем больше возможностей будет у инвестора, тем лучше. Это понятно.

Ну и проблема, которая сегодня звучала немного вскользь. Сейчас инвестор по факту крайне ограничен в принятии собственного решения, в обдуманном принятии, — ввиду недостатка информации. По тем или иным причинам большие массивы информации на нашем рынке носят ограниченный характер, закрыты. По тем или иным причинам (в том числе, из-за внешних ограничений) доступ к информации на международных рынках для наших игроков существенно закрыт. Существует очень большая проблема с консолидацией этой информации, она очень обрывочная, находится на разных ресурсах. Нет русского Bloomberg и аналогов.

Если бы регулятор возглавил движение к созданию полноценного информа-

ционного хаба, который может стать для инвесторов общей базой знаний, — это было бы очень полезно. В том числе, для более осознанного принятия решений, даже по российским инструментам.

Олег Чихладзе. Не стал бы брать на себя ответственность по установке КРІ регулятору. Но, если говорить про метрики, которые могли бы показывать направление развития финансового рынка, то это может быть медианный коэффициент замещения у пенсионера. С моей точки зрения, это позволит и вопрос безубыточности пенсионного фонда решить, и дискуссию по ИИСам сдвинуть в конструктивное русло. Если и когда мы будем понимать, что это за продукт, для чего он.

Вопрос в том, что в бюджете нет средств. Понятно, что времена и дальше будут не самые хорошие... Но все-таки задача не бюджет наполнять, а все-таки решать вопросы накопления средств. Мы же не говорим, что в бюджете нет средств, когда обсуждаем процент по депозиту? Со словами «бюджету нужны деньги» можно обложить налогами вообще все. Но есть другие стратегические задачи. В моем понимании, надо выбрать метрику в качестве способа понимания, для чего это все делается. Это могло бы привести дискуссию к конструктивному знаменателю.

Владислав Кочетков. Кстати, по наполнению бюджета есть простая идея, с ходу не стал ее озвучивать. Можно продать здание ЦБ на Мосфильмовской — вырученных денег хватит на пару лет для выплат по ИИСам 1-го типа.

Дмитрий Панченко. У нас сейчас что — брейнсторминг по КРІ для Центробанка? Но ведь есть же закон, который регулирует деятельность центрального банка, там буквально на первой странице все хорошо написано. Мне кажется, просто надо этот документ периодически читать, вспоминать.

Но вообще классная дискуссия, здорово, спасибо большое.

Мне кажется, правда, что остался недостаточно обсужденным ряд острых вопросов, в том числе, связанных с 520-м указом. Регулятор, может быть, чуть замедленно пришел к пониманию того, насколько вообще может рухнуть [из-за последствий указа] ряд брокерских конструкций. Здорово, что сейчас регулятор включился. В частности, в последние месяцы шел массовый переток сотен тысяч клиентов от одного брокера к другому. Эта ситуация создала катастрофическое неудобство сотням тысяч клиентов, а брокеру создала ситуацию, когда он должен каким-то образом переварить эти сотни тысяч документов. Мне кажется, здесь возможно довольно простое решение (для Минфина, как видится, созидательное). И хорошо бы эту историю добить, хотя бы со второй попытки.

Ну а так крутая дискуссия, очень интересная. Надеюсь, мы сближаем свои позиции с регулятором, и надо дальше работать.

Алексей Тимофеев. Ольга, если позволишь, я завершу эту сессию.

Ольга Шишляникова. Мне кажется, я очень много говорила, поэтому вполне готова промолчать.

Алексей Тимофеев. Ольга, спасибо большое за понимание и готовность слышать.

Уважаемые коллеги, мы не расстаемся, мы в вашем распоряжении. И если у кого-то есть вопросы, то это можно сделать в перерыве. Спасибо вам большое за ваше внимание. Коллеги, спасибо за выступление. □