

# Аванс на развитие

**В рамках ежегодной Уральской конференции НАУФОР состоялась пленарная панельная дискуссия «Регулятивная политика на финансовом рынке»**

Участники обсудили инвестиционное поведение населения на фоне стабилизации экономики; предпочтительные для физических лиц инструменты инвестирования; общее состояние фондового рынка и перспективы отдельных его сегментов. Состоялся также разговор о тенденциях регулирования.

Участники: Анна Кузнецова (управляющий директор по фондовому рынку, член Правления ПАО «Московская Биржа»); Алексей Тимофеев (президент НАУФОР); Тимур Турлов (генеральный директор ИК «Фридом финанс»); Владимир Чистюхин (заместитель председателя Банка России).

Модератор — Олег Вьюгин, председатель Совета директоров НАУФОР.

**Олег Вьюгин.** Добрый день, коллеги. Открывая наше обсуждение, хочу обратить ваше внимание на то, что НАУФОР как саморегулируемая организация теперь объединяет и управляющих. Сегодня у нас стартовала традиционная конференция в городе Екатеринбург, где многие из присутствующих уже не раз были в рамках названного мероприятия. Город интересный, приехать сюда всегда приятно, не говоря уж о том, что сама Уральская конференция имеет хорошую особенность — в Екатеринбурге она получается легкой, но в то же

время насыщенной, на ней всегда можно пообщаться с интересными коллегами.

Сейчас мы проведем пленарную панель «Регулятивная политика на финансовом рынке». Участников немного: это Владимир Чистюхин, Анна Кузнецова, Алексей Тимофеев и Тимур Турлов. Почему подбор участников именно таков, вы узнаете из их выступлений. Идея панели состоит в том, чтобы без подробных цифр посмотреть, что нового произошло за этот год на нашем рынке, что нового случилось на рынках внешних; как мы оцениваем эти события, как участвуем во всем этом. Также традиционно надеемся услышать от регулятора, на каких участках нам гайки дополнительно подввернут, а на каких — ослабят; и как вообще мы будем дальше жить.

Для начала предоставлю слово Анне Кузнецовой. **Анна Кузнецова.** Доброе утро всем участникам конференции. Я хотела сегодня показать не только



традиционную презентацию. Безусловно, презентацию я все же подготовила, чтобы все присутствующие посмотрели, как 9 месяцев 2017 года отличаются от 2016, но говорить хотела немножечко о другом. Поэтому сейчас — минутная презентация о Московской бирже. Итак, на биржевом рынке акций имеет место двухпроцентный рост; на вторичном рынке облигаций рост составил 13%, на рынках размещения облигаций (только облигации эмитентов-корпорации, причем без нового продукта — однодневных бондов ВТБ) рост составил 44%, на денежном рынке — 8%, на валютном — всего 6%.

Таковы цифры, они говорят о состоянии рынка достаточно красноречиво.

Более подробно хотелось поговорить о поведении инвесторов и о том, как оно поменялось. Сегодня я взяла для анализа период в 5 лет, чтобы поймать тренды.

Итак, поведение населения на фоне стабилизации экономики. Инфляция снижается, на фоне этого снижается ставка по депозитам, в среднем она составляет 7,1%. Население увеличивает долю ценных бумаг в своих сбережениях. Эта цифра за рассматриваемый период увеличилась с 8% до 16%. Далее, количество физических

лиц на рынке. У нас существует стереотип, что население инвестирует мало, что доля населения, которая озадачилась инвестированием [в ценные бумаги], составляет меньше 1 процента. Но если посмотреть на периоде пять лет, то число счетов увеличилось на 80%, количество новых клиентов тоже стало существенно больше — с 58 тысяч до 240 тысяч (говорю сейчас про ИИСы). Количество активных клиентов, посчитанных по традиционной методологии, составило 110 тысяч и увеличилось на 71%, а количество клиентов, заключающих не менее одной сделки в год, составило 380 тысяч.



Для сравнения, в 2016 году их было 296 тысяч.

Далее, на какие активы для инвестирования население смотрит. Население смотрит на акции и облигации. Я бы хотела показать эти предпочтения на примере покупки облигаций. В конце прошлого года минфин предложил населению новый продукт, народные ОФЗ, разместив первый транш в 15 миллиардов. Размещали их Сбербанк и ВТБ. Сейчас минфин размещает уже третий транш; в итоге реализации этого проекта мы получили 20 тысяч инвесторов. Кроме минфина, в настоящее время такое же размещение ведет Ямало-Ненецкий округ; размещение еще нескольких структурно похожих продуктов мы обсуждаем с клиентами.

Население активно инвестирует в облигации, сравнивая доходности, соответственно, облигации и банковского депозита.

Такой же тренд был зафиксирован в отношении паевых инвестфондов. Приток денег инвесторов в эти инструменты составил 52 миллиарда рублей. Благодаря политике инвестирования НПФов мы видим, что доля этих фондов увеличивается как на рынке акций, так и облигаций. Что этому способствует? Конечно, появление новых продуктов, а также «подарки» от государства, работающие на стимулирование инвестиций. Появились ИИСы как новый инструмент; произошло увеличение размера льготного взноса на ИИС до миллиона рублей. Когда налогообложение по купонам облигаций и по депозитам было выровнено, облигации стало очень легко сравнивать с банковскими депозитами. Мы ведь часто забываем про наличие трехлетней льготы, но это случается потому, что еще никто ее не пробовал. Возможность реализовать преимущества этой льготы появится только в 2018 году. Но сама льгота существует.

Кроме того, через процедуру первого чтения в парламенте прошел закон о страховании ИИСов. За усилия на этом направлении хотелось бы поблагодарить лично Алексея Тимофеева.

Иностранные инвесторы также инвестируют в российские ценные бумаги; их доля на рынке акций выросла на 8%, на рынке облигаций — на 1% и на срочном рынке — на 27%.

Еще один стереотипный вывод, который нуждается в пересмотре — это дивидендная доходность компаний. Мы часто говорим, что корпорации не платят дивиденды и часто это правда, но в последнее время названный тренд изменился. Во-первых, государство стимулирует госкомпании к тому, чтобы они выплачивали больше дивидендов, оно взяло курс на выплату госкомпаниями дивидендов в размере не менее 50% от чистой прибыли по МСФО. Пока это делают не все государственные компании, но процесс идет. Многие частные корпорации тоже подтягиваются; часть компаний стала выплачивать дивиденды после реформы листинга, которая обязала эмитентов иметь дивидендную политику. Кроме того, формируется новый тренд — российские компании начали выплачивать промежуточные дивиденды.

В текущем году Московская биржа тоже присоединилась к линейке этих компаний и выплатила полугодовые дивиденды в октябре.

Картина выглядит так, что акция может быть инструментом [получения дивидендного дохода], хотя, конечно, не всякая. Мне кажется, что население это начинает понимать и дивидендный трейдинг у нас появляется.

Ну и, что называется, последний аккорд — это сделки размещений. Большая часть размещений проходит сейчас только в локальных бумагах. За прошедшее время на Московской бирже прошло 7 размещений; еще 2 размещения должны состояться. Мне

кажется, это хорошо, потому что появляется новое флюу. Мы часто живем в стереотипах и пессимизме, а надо внимательнее оценивать реальные факты. На этом у меня все, презентацию можно посмотреть на сайте.

**Олег Вьюгин.** У меня вопрос. То, что случился сдвиг в поведении населения, по причине которого выросла доля вложений в ценные бумаги — это понятно, а вот что с российскими компаниями случилось? Почему они вдруг стали платить дивиденды более охотно, почему многие компании переходят на выплаты дважды в год. Почему увеличивают долю прибыли, направляемую на дивиденды.

**Анна Кузнецова.** Мне кажется, здесь играют роль несколько факторов. В России дивидендная политика долгое время не была обычаем делового оборота. В 2014 году на Московской бирже началась реформа листинга, в этом году реформа завершилась, ее положения стали обязательными. Конечно, не у всех компаний дивидендная политика конкретна, в том смысле, что они не берут на себя публичные обязательства о выплатах. Но тем не менее дивидендная политика появилась, у корпораций появилось осознание, что дивиденды — это борьба за инвестора. Ну и государство все эти процессы последовательно стимулирует.

**Олег Вьюгин.** То есть, появление дивидендных выплат можно отнести на счет зрелости рынка: компании поняли, что за деньги инвесторов надо платить. Хорошо.

Алексей, Анна нам две хорошие новости сообщила. НАУФОР известен на рынке тем, что тоже генерирует хорошие новости и борется за них. Ну, дайте нам теперь ваш взгляд на рынок.

**Алексей Тимофеев.** Дорогие друзья, уважаемые коллеги, разрешите вас поприветствовать.

Олег Вячеславович, у меня разные новости на самом деле. Я хочу сделать небольшой обзор состояния рынка,

НАУФОР регулярно выпускает эти обзоры в так называемых фактбуках. Такая брошюра (фактбук) присутствует в раздаточных материалах, в этом обзоре содержится все, что мы считаем важным для характеристики ситуации на рынке. Где рынок развивается, где стагнирует и так далее. Для нас такое полугодовое исследование важно, я хотел бы кратко привести его выводы, надеюсь, что хорошие новости от Анны Кузнецовой на этом фоне не потеряются. Повторю, что мы тоже смеем надеяться на перелом в отношении частных инвесторов к фондовому рынку. Наверное, начинают оказывать действенные меры, которые вводил НАУФОР для того как раз, чтобы добиться этого изменения.

Наша гипотеза состояла в том, что развитие рынка будет зависеть от роста интереса к нему со стороны розничного инвестора. Эта гипотеза предполагала, что по мере развития рынка будет происходить его бондизация, что инвестор начнет интересоваться облигациями. Эти предположения, похоже, оказались верны. Рынок должен созреть, экономика должна измениться, предпринимательский дух должен измениться — бондизация будет хорошим решением для всего этого. Сейчас вроде и ПИФы тоже начинают дышать. Намеки на это пока настолько слабы, что наши предположения являются скорее верой, чем уверенностью.

Я постараюсь сделать обзор очень быстро. Капитализация рынка акций — вот по чему мы обычно судим о состоянии дел на рынке и обычно с этого начинаем разговор. Здесь мало что изменилось. Но следует отметить все же, что в первой половине 2017 года капитализация внутреннего рынка начала падать, к концу июня она снизилась на 3,3%. Может быть, по результатам этого года мы можем рассчитывать на изменение описанного тренда, но это больше зависит от общего климата в стране; пока роста капитализации





стоит ждать только в ситуации, когда предприниматели сами поверили в свои компании, а инвесторы поверили в предпринимателей.

Пока что по-прежнему те же 10 основных эмитентов формируют около 50 процентов рынка акций; около 46% рынка — это всего лишь 5 эмитентов. Роснефть, Сбербанк, Газпром, Лукойл, Новатэк.

**Анна Кузнецова.** [Небольшое падение капитализации] — ничего страшного не представляет. На рынке вначале реализовался «трамповский» тренд, потом он сменился на «антирамповский». В том, что количество компаний сократилось, тоже нет ничего страшного. Мы работаем над повышением качества оставшихся.

В мире происходит то же самое, да и доля крупных компаний на развитых рынках часто выше, чем у нас.

**Алексей Тимофеев.** Ликвидность рынка акций прежняя, объем сделок с акциями на внутреннем биржевом рынке составил 4,6 трлн рублей. Это данные за полгода; объем тот же, как за половину года предыдущего. Данные мы даем без рынка репо, вроде давно все к этому привыкли. Далее, наиболее ликвидные эмитенты. Эта доля мало меняется, на долю первой десятки эмитентов приходится 81% оборота, 64% оборота — на первую пятерку крупнейших эмитентов. Как видите, российский рынок — это рынок 10, ну, может быть, 15 эмитентов.

Это, конечно, создает стимул для развития других рынков, общество движется в сторону поиска новых инструментов. Сейчас этот альтернативный рынок — рынок бондов. Он демонстрирует значительный рост. Объем внутреннего рынка корпоративных облигаций за год вырос на 21% — до 10,2 трлн рублей, а рынок государственных облигаций (только федеральных) за шесть месяцев 2017 года вырос на 16% — до 6,2 трлн рублей.

Размещения на внутреннем рынке корпоративных облигаций делает все меньше число эмитентов, но рынок потихоньку растет. Объем новых размещений на 22 процента больше, чем в первой половине года.

**Анна Кузнецова.** Алексей, видимо, взял пример с Сергея Лялина и стал делить акции на рыночные и нерыночные. А я бы предложила объяснить этот тренд за счет той самой бондизации. Идет замена банковских кредитов публичным долгом и следует отнести этот процесс в позитивный тренд.

**Алексей Тимофеев.** Я рад высоколиквидному рынку бондов, я рад рынку, который адресован массовым, а не конкретным покупателям; а также трансформации корпоративных привлечений в сторону рынка облигаций.

**Анна Кузнецова.** Если мы говорим про стаканную торговлю, то сильно увеличились объемы операции в ОФЗ. Они увеличились за счет разных категорий инвесторов, в том числе за счет банков, а также, как ни странно, за счет НПФов и за счет населения. Поэтому на рынке ОФЗ, неожиданно для нас, увеличилась доля стакана; а в доле сегменте ликвидность ждалась, потому что инвесторам стало интересно покупать корпоративный долг. Комментарии к разным цифрам могут быть разными.

**Алексей Тимофеев.** Объем биржевых торгов облигациями вырос на 54% с середины прошлого года. Наиболее ликвидным между тем является рынок ОФЗ, он тоже вырос и является самым ликвидным из облигационных рынков. Чтобы не нарушать целостность представления рынка, скажу пару слов о самом крупном сегменте, о рынке репо. Правда о российском рынке состоит в том, что основным его сегментом является рынок репо. Колоссальный рынок рефинансирования — наверное, это нездоровая структура.

**Олег Вьюгин.** А почему так?

**Анна Кузнецова.** Не хватает ликвидности и участник таким образом (через репо) получает рефинансирование, за счет использования ценных бумаг оно дешевле. Мы каждый раз думаем, что рынок репо будет падать, а он все растет.

**Алексей Тимофеев.** А вот на биржевом срочном рынке — негативная тенденция. Он начал расти в 2016, а сейчас начал падать. В первом полугодии 2017 года объем торгов уменьшился на 19% в сравнении с первым полугодием предыдущего года и составил 14,3 трлн рублей.

Далее, индивидуальные инвесторы. Количество уникальных клиентов на фондовом рынке Московской биржи в середине 2017 года составило 1194 тысяч человек (рост за год — на 16%). Это один из важнейших рынков, на котором мы долго ожидали перелома тенденции. Кривая прироста инвесторов, как вы видите, имеет достаточно наклонный характер. Мы надеемся, это происходит довольно медленно потому, что требуется какое-то время для реакции населения на предложенные возможности, на изменение рыночных условий. Изменение ставки депозитов, как мы надеемся, скажется на усилении интереса инвесторов к российскому фондовому рынку. Следует сказать, что 80% инвесторов, открывающих индивидуальные счета, являются новыми инвесторами, так что мы, скорее всего, являемся свидетелями изменения тенденции.

В середине года было около 30 тысяч ИИСов, по данным Московской биржи, которые она раскрывала на Нью-Йоркской конференции. Сейчас их число стремится к 300 тысячам. Такой темп — это очень важно. Этот процесс будет масштабироваться при увеличении начальной суммы взноса с 400 тысяч до миллиона; причем это дает особые преимущества второму варианту счета. Еще одна хорошая новость состоит в том, что второй вариант ИИС

зарабатывает все больше внимания инвесторов.

**Анна Кузнецова.** У нас была мечта, что за пять лет появится миллион индивидуальных счетов, пока за три года получается 300 тысяч.

**Алексей Тимофеев.** Ну мы же романтики, иначе зачем бы мы еще всем этим занимались?

**Олег Вьюгин.** Романтики на фондовом рынке? Это интересно.

**Алексей Тимофеев.** Индустрия посредников и управляющих — еще один показатель. Эта индустрия уменьшается. По данным на июнь 2017 года число юридических лиц, имеющих лицензии на осуществление брокерской, дилерской, депозитарной деятельности и деятельности по управлению ценными бумагами в любых сочетаниях, составило 595 — на 21,7% меньше, чем годом ранее. Иными словами, в течении последнего года посредников стало меньше на 22% примерно, и в результате этого сравнялась доля московских и немосковских компаний. Мы всегда критиковали эту структуру за то, что 60% посредников были московскими компаниями. Так ли эдак ли, но теперь соотношение — 50 на 50.

Управляющие компании тоже сокращаются, хотя и не так радикально, убыль случилась в объеме 10,5%. Тем не менее эта индустрия довольно масштабна. Управление активами — это индивидуальное управление, управление паевыми фондами и управление негосударственными пенсионными фондами. Совокупно — 7,3 триллиона рублей. Это уже как-то сопоставимо с банковскими депозитами. Что ж, это отлично, бенефициарами такой конкуренции являются потребителями, эта конкуренция делает более выгодным предоставление услуг. Это пока незначительные цифры, но они уже заметны, и мы надеемся, что переток средств инвесторов на фондовый рынок будет продолжаться.

Паевые инвестиционные фонды. По состоянию на июнь 2017 года стоимость чистых активов всех категорий фондов для неквалифицированных инвесторов составила 2,6 трлн руб., в этой сумме 73,1% принадлежат закрытым фондам. Стоимость чистых активов открытых фондов увеличилась на 45% в сравнении с первым полугодием 2016 года и достигла 163 млрд руб. Преобладает приток средств в открытые фонды облигаций: в первом полугодии 2017 он составил 31,8 млрд руб. Как я уже говорил, здесь хотелось бы увидеть некоторый перелом, но мы его не наблюдаем. Граждане больше интересуются прямыми инвестициями.

Негосударственные пенсионные фонды. Количество их понятно, оно уменьшается, а вот инвестиционные ресурсы в их распоряжении по-прежнему растут. К середине 2017 года инвестиционные ресурсы НПФ составили 3,4 трлн руб. Пенсионные резервы составляют 33%, их прирост оказался незначительным — 8,3%. Но пенсионные накопления увеличились на 13% и достигли 2,3 трлн руб. И мы хотим надеяться на большее. Эти ресурсы являются самыми значительными на фондовом рынке, и мы надеемся, что негосударственные пенсионные фонды будут играть все более значительную роль на рынке. Спасибо за внимание, надеюсь, я не отнял много времени у других.

**Олег Вьюгин.** Как все сегодня деликатно. Я вот считаю, что надо говорить то, что реально лежит на душе.

Если послушать что говорили наши спикеры, то позитива довольно много. Что неудивительно, ведь рублевый рынок в плане соотношения дохода на риск сейчас очень привлекателен. Но вечно это продолжаться не будет, мы ведь сейчас в макроэкономическом тренде, который в конечном итоге приведет к снижению ставок. И появляется вопрос, как будет вести себя

инвестор, ведь ему важна прежде всего доходность на риск, ему даже риск сам по себе не важен. Что будет с российским рынком и что можно сделать, чтобы глобализовать риски.

Хочу предоставить слово Тимур Турлову. Хочется послушать мнение компании, которая эффективно предоставляет инвесторам глобальный риск.

**Тимур Турлов.** Ситуация на российском финансовом рынке сейчас по-своему уникальна, причем уникальной ее делает поведение инвесторов. Мы замечаем, что интерес инвесторов к продуктам, которые ранее доминировали, начинает снижаться. Рост интереса к фондовому рынку тоже очевиден. Депозиты перестали давать высокую доходность, стал уменьшаться интерес к рынку недвижимости, туда теперь инвестируют не так агрессивно. Все это постепенно начинает выдавливать спрос на фондовый рынок, — в том числе и благодаря тому, что индустрия классических финансовых посредников переживает достаточно сильное регуляторное давление, банкам становится не просто финансировать проекты с высоким риском. Тем больше спроса мы видим — и со стороны эмитентов, и со стороны инвесторов — к каким-то новым инструментам с большим (сравнительно с теми же депозитами) доходом. У компании «Фридом финанс» есть проект — инвестиционная система «Восход», который мы делаем с Санкт-Петербургской биржей. Это биржевая онлайн-платформа с упрощенными правилами идентификации клиентов, она запускалась с целью создания рынка более рискованных розничных инвестиций (в том числе, в дальневосточные компании).

У ряда компаний есть доступ к дешевым деньгам госбанков, и мы не можем конкурировать, предлагая им деньги частных лиц дешевле, чем можно получить кредиты Сбербанка. Но при этом у подавляющего количества субъектов

экономики имеется крайне незначительное количество свободных залогов, которые они могут реализовать. Спрос на беззалоговые деньги становится большим, начинается увеличиваться спред между залоговыми и беззалоговыми деньгами. Беззалоговых денег почти нет или они очень дороги, а залоговые деньги довольно дешевые. Именно поэтому у эмитентов становится все больше желания выходить за деньгами на фондовый рынок.

Потому что любой выпуск бондов — это, в большинстве случаев, выпуск необеспеченного долга, базового долга.

В стране сейчас появились льготы по купонному доходу от облигаций, появились индивидуальные инвестиционные счета, банковские ставки снижаются. В общем, сейчас собралось воедино очень много факторов, влияющих на то, чтобы появился смысл выпускать эти инструменты [облигации], — в том числе для частных инвесторов. Появился ответ на вопрос, зачем клиенту облигации, если он может пойти в застрахованный вклад.

Кроме того, мы очень долго успешно конкурировали за инвестиции частных инвесторов. Индустрия, в том числе, достаточно активно конкурирует за инвестиции в иностранной валюте. Мы понимаем, что у инвесторов существует достаточно большой спрос на доллар, на хеджирование своего валютного риска. Почти у всех граждан имеются какие-то накопления в национальной валюте. Кстати, в России таких инвестиций намного больше, чем в Казахстане, доверие к национальной валюте у россиян намного выше. И мы понимаем, что часто инвестор приходит на рынок за какими-то продуктами, ради которых он готов осваивать новые истории. Приходит, например, за высокой валютной доходностью. Он пытается искать такие инструменты на иностранных рынках.

К слову, опять же о национальной специфике. Мы исторически обладали достаточно высокой квалификацией на иностранных рынках, но существенно больше половины нынешнего спроса — это спрос на валюту. Его не способны закрыть посредники в виде банков, причем нигде в мире: избыток ликвидности большой, ставки низкие. [В России по валютным депозитам] тоже начинают платить 1-2%, а вот ненулевые доходности может дать только фондовый рынок. Ничто не стимулирует инвесторов выходить на фондовый рынок так сильно, как невозможность получить сопоставимый доход в классических инструментах. Если клиент не хочет получать доходы под ноль, он вынужден идти на фондовый рынок. На Западе — то же самое.

В России, на фоне потрясающего и невероятного замедления инфляции, тоже все больше инвесторов будет приходиться на рынок в поисках доходности. Именно поэтому мы видим возросший спрос на классический брокеридж и огромное количество новых клиентов. Я по своему бизнесу это хорошо вижу. У компании «Фридом финанс» немного клиентов со сделкой в месяц, но намного больше клиентов со сделкой раз в полгода. И это не инвесторы, мечтающие стать трейдерами или разбогатеть. Эти люди просто пытаются сохранить и преумножить сбережения, вкладываясь в акции и облигации надежных компаний.

**Олег Вьюгин.** Спасибо. Да, вы подтвердили примерно то, что здесь уже говорилось. Но вот сегодня достаточно значительная часть состоятельных инвесторов стремится сохранить часть сбережений в иностранной валюте. Это любопытный фактор, ведь российский рынок еврооблигаций сокращается, объемы новых эмиссий не покрывают объемов происходящих погашений. Что же делать людям, которые хотят хранить долю своего портфеля в иностранной валюте?

**Тимур Турлов.** На самом деле, несмотря на это сокращение и достаточно сильное падение ставок, я замечаю все больше людей, которые еще недавно покупали только облигации российских голубых фишек, а сейчас они начали смотреть даже не на второй эшелон, — они стали смотреть на схожие страны. Есть масса клиентов, которые интересуются турецкими облигациями, облигациями компаний далеко не первого эшелона. Есть ряд инвесторов, которые задумались о том, что спред между российским и американским государственным долгом сократился до рекордной отметки; таким маленьким этот спред мало когда вообще был. Поэтому сокращение премии за российский риск начинает выдавливать клиентов в активы похожих стран. Но, наверное, правда еще и в том, что спрос на активы в иностранной валюте сокращается с прохождением девальвационного шока. Долларизация не увеличивается, а скорее чуть-чуть сокращается.

**Олег Вьюгин.** Я согласен. Появляется довольно большой интерес к инструментам, обращающимся на рынках, подобных российскому.

Ну хорошо, что же мы отметили в принципе. Мы отметили, что рост интереса — прежде всего, розничных инвесторов — к российскому рынку и вообще к инвестициям на финансовом рынке растет. Кстати, растет интерес и к ПИФам, которые действительно на долгое время были забыты инвесторами, из-за кризиса 2008-2009 года. Теперь интерес восстанавливается. Поэтому — вопрос. Вопрос, Владимир, наверное, к вам. Мы знаем, что Банк России очень внимательно относится к тому, чтобы не повторилась ситуация, подобная ситуации 2008-2009 года, когда частные инвесторы остались [на одной линии] с большими инвесторами. Конечно, на то была макроэкономическая причина, но многое играет и система контроля рисков.

Это как бы общий вопрос. Мы знаем пока стратегию регулятора в общей части. Наверное, есть также какие-то конкретные новости, о которых мы бы хотели услышать от вас.

**Владимир Чистюхин.** Доброе утро, коллеги. У нас тут идет дружеская дискуссия, каждый говорит о том, что его тревожит. Ну и я скажу о том, что меня тревожит.

Если подводить краткий итог всех выступлений, наверное, имеет смысл подчеркнуть, что сегодня розничный инвестор все более активно стремится найти альтернативу банковскому депозиту и другим трендовым инструментам последних лет двадцати. Это ставит перед регулятором очень серьезные задачи по двум направлениям: раскрытие информации и защита прав инвестора в случае спорных ситуаций. Это ровно то, над чем сейчас работает и рынок, и регулятор.

Я буду сейчас говорить о некоторых вопросах, по большей части относящихся к зонам раскрытия информации и защиты инвесторов. Это очень важно потому, что отечественный инвестор за долгое время привык к довольно высокой доходности. Сейчас он начинает в определенной степени поступаться контролем над риском, чтобы сохранить доходность. Это естественное желание, но для принятия решения инвестор должен обладать всей полнотой информации. Ну и все профессиональные посредники должны максимально защищать интересы клиента, заключая для него сделки.

Олег Вячеславович сказал, и я с этим соглашусь: у нас сейчас благоприятные макроэкономические условия. Мне кажется, что у нас сейчас налицо также принципиально благоприятные условия взаимодействия с рынком. Я помню, когда шла дискуссия о создании мегарегулятора, то существовало опасение, что ЦБ выровняет рынок под банковские лекала, не будет слушать аргументов



и будет проводить жесткую линию на банкизацию рынка. Есть все причины полагать, что этот риск не реализовался: мы сделали все, чтобы этого не произошло.

Назову две позитивные практики, которые мы сегодня реализуем. Первое — это практика публикации консультативных докладов и их обсуждения. Вышел уже целый ряд таких документов: например, доклад по инвесторам квалифицированным/неквалифицированным, по брокерской/дилерской деятельности, доклад по мотивированному суждению. Самое главное, что все содержащиеся в докладах позиции могут быть дискуссионными. Более того, у профучастников есть не только возможность высказаться, но и в последующем, на уровне очных встреч с сотрудниками регулятора, все спорные моменты обсудить. Мне кажется, что это очень позитивный опыт. Вот НАУФОР очень активно этим пользуется и даже иногда весьма существенно сдвигает позицию регулятора.

Отдельное место занимает концепция индивидуального пенсионного капитала. Хотя она и не относится к докладам, но типологически похожа на эти документы и обсуждалась в том же режиме. Мы планируем продолжать эту практику, но сейчас хочу высказаться конкретно по опубликованным докладам, по некоторым аспектам. Тут собралось много моих коллег, так что можно будет разобрать подробно некоторые вопросы.

Итак, консультативный доклад по брокерской деятельности. Мы готовим проект изменений в закон о рынке ценных бумаг, в котором пытаемся расширить понятие брокерской деятельности, приблизив форму к содержанию. Мы предполагаем установить требование об исполнении поручения клиента на лучших условиях, закрепить этот принцип более полно. Предполагаем описать тему конфликта интересов: в том ключе, что

им надо управлять, надо предпринимать все усилия для того, чтобы заранее его избежать.

Ну и наконец, есть стремление более точно прописать защиту средств клиентов при банкротстве профучастников. Вопрос этот является непростым, мы здесь не пытались придумать ничего нового, а лишь стремились выровнять условия функционирования для тех брокеров, которые были также кредитными организациями, и брокеров, которые кредитными организациями не являлись. Должны ли средства клиента брокера быть защищены лучше средств кредиторов банка разных очередей. Вы помните, у нас эта дискуссия проходила раньше; вопрос серьезный. Возможно, я буду просить коллег, в том числе из НАУФОР, присоединиться к этому обсуждению.

Конечно, в данном контексте мы говорим о брокерах, которые являются кредитными организациями, потому, что у них более слабые средства защиты. Которые сегодня на практике порождают ситуацию, в которой при банкротстве средства клиентов, пользовавшихся брокерскими услугами, не возвращаются. Нормы законодательства тут более противоречивы.

Мы готовы это обсуждать до конца года, а в январе планируем на форуме обсуждать уже проект закона.

Доклад по дилерской деятельности вы тоже видели. Он более простой, на мой взгляд, — по крайней мере, по объему намеченных проблем. Например, наличие факта того, что текущее определение дилерской деятельности не соответствует реалиям — и регулятор пытается расширить определение, включив туда иные объекты. Например, контракты на разницу цен, производные инструменты и т.п. Точно так же мы предполагаем в описание дилерской деятельности включить так называемое систематическое заключение сделок с неопределенным кругом лиц с помощью телекоммуника-

ционных систем, позволяющих выставить заявки инвесторам именно этого профиля.

Мы получили по докладу ряд вопросов от сообщества, имеет смысл их обсудить. С точки зрения объема доклад проще, но с точки зрения решений он не так уж прост. Имеет ли смысл дилерство как специализированная деятельность — или же следовало бы расширить круг лиц, которые осуществляют подобного рода сделки, и включить туда корпорации, в том числе. Мы до сих пор ожидаем комментариев от профучастников, срок не истек, выступайте, пожалуйста, активнее, — это все же ваше будущее.

По докладу о профсуждении. В документе было предложено пять ключевых направлений, по которым ЦБ предполагает выносить профессиональное суждение; но сейчас в фокусе профучастников находится сам механизм принятия надзорного решения. Помню, у нас с Алексеем Тимофеевым была некоторое время назад плодотворная дискуссия по порядку отзыва лицензии. Участники спрашивали, нельзя ли в рамках процесса учитывать мнение рынка и давать возможность участнику защищаться. С моей точки зрения, положения доклада касаются именно профессионального суждения, а не отзыва, — но там изложены принципы и логика.

Механизм достаточно простой, но дает дополнительную защиту для хозяйствующего объекта. Если госорган видит повышенную угрозу, то может принять решение, что ситуацию нужно исправлять; в этом случае он направляет профучастнику соответствующее письмо, выражающее свою позицию; профучастник отвечает на эту позицию и высказывает свои аргументы по риску. Важно здесь то, что, представив свою позицию, профучастник далее имеет право на очную встречу с сотрудником регулятора, чтобы донести мнение до регулятора. Возможна не

только переписка, но и живая дискуссия под протокол. Во время дискуссии решения еще не являются вступившими в силу. Потом, если регулятор не согласен с аргументами участника, то его мотивированное суждение и позиция профучастника (все это зафиксировано в протоколе) выносятся на рассмотрение комитета финансового надзора. Решение принимает комитет банковского надзора как высший коллегиальный орган.

Пока мы предполагаем, что на рассмотрение комитета выносятся те меры воздействия, которые являются существенными для профучастника. И даже если комитет приходит к выводу, что риски существенны, то решение о соответствующих мерах воздействия не вступает в силу в течение определенного периода времени, которое дается профучастнику на процедуру обжалования. Процедура обжалования далее переводится на председателя ЦБ, который создает специальную комиссию, в которую не входят участники комитета, — и уже комиссия дает окончательное решение. Очевидно, что у недовольных всегда остается право обратиться в суд.

По сравнению с нынешним механизмом это даже не шаг, а десять шагов вперед. Но я прошу всех профучастников экстраполировать этот механизм на собственную деловую практику, представить, как он будет работать. Сейчас идет дискуссия о том, как все это будет. К профучастникам просьба высказываться — эта тема очень важна.

Сам доклад принципиально рынком был принят. Все понимают, что формальный подход в надзоре — это очень опасная вещь; образующиеся риски в моменте могут не быть связаны с нарушениями, но несут большую угрозу.

Теперь — буквально несколько слов по концепции индивидуального пенсионного капитала. Концепция огромная, надеюсь, что все в общих

чертах с ней знакомы. Мы продолжим дорабатывать вместе с минфином тему автоподписки, обсуждаем тему пенсионного регистратора. В чем вижу серьезную проблему? В том, что предполагалось, что система должна вступить в силу с января 2019. Чтобы это произошло, закон должен быть принят в осеннюю сессию. А с учетом того, что проект еще не принят парламентом, непонятно, как можно внедрить его положения с января 2019. Должна быть проведена очень большая работа, которая позволит нам в нормальном режиме перейти от системы пенсионных накоплений к системе пенсионного капитала. Мы должны понимать, что задержки вредят, они опасны, они работают против стабильности системы пенсионных накоплений, ведь система (в силу заморозки) не получает входящих денег. Я думаю, что, отринув некоторые несогласия, нужно все же принять эту концепцию и как можно раньше представить ее в Государственную Думу. Иначе мы не сможем работать в 2019 году на этом направлении.

Еще об инвесторах. Регулятор точно будет отрабатывать эту тему. Готовится доклад о создании системы гарантирования на рынке ценных бумаг. Чтобы конкурировать с депозитом, помимо всего прочего, нужно выровнять в какой-то степени условия того и другого способа инвестирования. Мы их называли: это процентная ставка (тут все работает и даже в плюс фондовому рынку), это условия гарантий и это налоги (уравнивание налогообложения частично реализовано). Наверное, имеет смысл обсудить конфигурацию этой системы. Главная дискуссия ведется и будет вестись вокруг вопроса, за чей счет [предоставляются гарантии]. Суть дискуссии в том, готово ли государство взять часть компенсации на себя, либо будет только рыночный пул. У меня ощущение, что будет создан чисто рыночный пул. Но это решение долж-



но быть взвешено не только с точки зрения защиты инвестора — а еще и развития экономики как таковой. Может быть, имеет смысл затратить некоторые государственные ресурсы, чтобы получить соответствующую отдачу.

Далее. В 2018 году Банк России планирует обсудить (или в виде консультативных докладов, или в виде концепции) тему консолидированного надзора. Для нас стало совершенно очевидно, что получает все большее значение надзор на групповой основе. На сегодняшний день, когда мы анализируем деятельность того или иного профучастника, зная, что он входит в группу, то смотрим и данные по другим компаниям группы. Иначе понять движение денежных потоков невозможно.

В 2018 году регулятор будет уделять серьезное внимание теме мошенничества на финансовом рынке. Началось все со страхового мошенничества, но затрагивает и другие сферы. Темы достаточно серьезные, надо принять какие-то решения; отдельно внимание будет посвящено раскрытию информации перед клиентом. Наши точечные анализы показали, что у сходных сегментов существуют самые разные принципы раскрытия информации. Нужно привести это к единому знаменателю.

Еще одна часть взаимодействия с рынком — это утверждение базовых стандартов СРО. Только по рынку ценных бумаг появится примерно 5 стандартов. В Банке России создано 5 комитетов по стандартам, практически по всем сегментам. Я очень надеюсь на то, что стандарт СРО превратится в реальный инструмент саморегулирования. Что участники рынка, сталкиваясь с проблемами, которые необходимо каким-то образом урегулировать, будут делать это сами, не дожидаясь участия регулятора.

Например, известный случай спора компании «Транснефть» и Сбербанка

на тему валютного дериватива — это, в том числе, пример того, что бывает, когда нет хороших четких правил на уровне регулирования рынка. Закон устанавливает, конечно, базовые позиции, но в упомянутой ситуации было бы неплохо иметь подробный документ. Это точно бы помогло, как минимум не помешало.

Поэтому я обращаюсь к НАУФОР и участникам рынка: многое в ваших руках, не ждите, что это сделает регулятор.

Недавно на «Финополисе» разгорелась дискуссия о том, кто должен двигать рынок вперед. Практически все участники сказали, что регулятор не должен мешать, но без него мало что движется. В наших силах этот баланс изменить.

Еще буквально пара вопросов. Для регулятора важный вопрос — сдача отчетности. Как вам известно, в 2018 году профучастники переходят на ЕПС и отраслевые стандарты. Мы долго к этому готовились, были созданы планы перехода, пилотные группы. В свое время участники рынка попросили отсрочки, но сейчас отступать уже некуда: на ЕПС, я надеюсь, мы перейдем. Практика показывает, что отчетность, которую мы получили, сдается в относительно нормальном качестве, но делается вручную, чего хотелось бы избежать. Существенная недостоверность отчетности — это серьезное нарушение.

Вторая тема — переход на XBRL. Мы долго убеждали участников, что надо переходить на даточентричный подход. По XBRL только совсем недавно был принят весь пул документов, но в виде проектов это все видели. Мы договорились, что в середине ноября глянем тестовую отчетность — и на ее основе примем решение. Может, Банк России даст участникам некоторые регулятивные послабления, но важно обеспечить качество отчетности. Нам важно повысить качество и снизить косты.

Мы также развиваем тему пропорционального регулирования. У Селютиной [директор Департамента рынка ценных бумаг и товарного рынка Банка России] есть целая концепция, как всех участников рынка поделить на крупных, средних и малых — и в соответствии с этой градацией изменить требования к ним. Это давно обещанные вещи, типа того, что правила ДУ будут регулироваться специальными департаментами, что будут общие требования к управлению и т.д.

Завершая выступление, хочу сказать, что Швецов [первый заместитель председателя ЦБ РФ, руководитель службы по финансовым рынкам Банка России] просил меня рассказать про экосистемы. На «Финополисе» прошла сессия, в рамках работы которой Оливер Хьюз [председатель правления банка «Тинькофф»] сказал, что через 5–7 лет на рынке финансовых услуг будут конкурировать не банки, а экосистемы. Советую зайти на соответствующий ресурс и почитать. С одной стороны, боты, с другой интернет-маркеты. Рекомендую всем к этой дискуссии подготовиться. Спасибо.

**Олег Вьюгин.** Вы нас погрузили в огромную кухню регулятора, где одновременно готовится первое блюдо, второе блюдо, десерт — и это еще не все. Хотелось бы отреагировать. Кастомизированный бизнес никуда не уйдет. Кастомизация неизбежна и там, где она понадобится, ее будет обеспечивать тот, кто сейчас является классическим посредником. Создает новое рынок, упорядочивает и упаковывает — регулятор. Так всегда было. В Великобритании еще не так давно придумали саморегулирование, но в конечном счете все это было оформлено в виде регулятора.

Да, мы не говорили про новые технологии, но, наверное, это не для пленарной сессии, а скорее для специализированной. Все эти новые вещи пока практически, в конечном счете,

сводятся к тому, что люди инвестируют, а посредники зарабатывают. Пока люди в основном инвестируют классическим образом, а посредники зарабатывают на классике. Но мы должны думать о том, как все эти механизмы будут меняться. Ведь сейчас компьютеры настолько мощные, что скоро даже государство можно будет заменить компьютерами. В такой схеме нет места регулятору.

**Владимир Чистюхин.** Не знаю даже, как на это реагировать.

**Олег Вьюгин.** Никак, никак. Я думаю задать общий вопрос. Сегодня мы выявили определенные драйверы рынка, они в целом скорее краткосрочные. А вот каковы драйверы в ближайшие годы, на что ставить в ближайшие лет пять?

**Тимур Турлов.** На мой взгляд, самый главный драйвер уже заключен в некоторой набираемой участниками рынка инерции. В компанию «Фридом Финанс», например, идет приток клиентов, люди начали получать опыт инвестирования, людей пришло за последнее время больше, чем за всю предыдущую историю. Тот миллион клиентов, который сейчас имеется, пришел к нам не за пять лет. Но люди приходят и начинают зарабатывать больше. Упорядочивается регулирование, налогообложение, даже те же дивиденды — компании начали выплачивать их во многом потому, что их бизнесы стали зрелыми. Когда компания растет быстро, то более охотно начинает давать доходы акционерам. Если акционеры довольны, то они начинают достаточно агрессивно наращивать объем своих инвестиций. Критический объем, который впервые становится достаточным для массового розничного инвестора, может сыграть большую роль. И с каждым следующим годом, с каждым новым инвестором доля фондового рынка начинает расширяться. Один довольный инвестор приводит за собой

достаточно большой объем новых инвестиций. Посредник начинает зарабатывать, когда клиент начинает его рекомендовать. Мы сейчас заложники не только сервиса, но и конъюнктуры.

Поэтому мне кажется, что сейчас мы, может быть, имеем авансовый, что ли, тренд развития рынка на много лет вперед, — если просто продолжим делать все, что делаем сейчас.

**Алексей Тимофеев.** Я полностью поддержал бы то, что сказал Тимур. Нынешний тренд — очень даже долгосрочный тренд, и не зря мы сфокусировались на нем несколько лет назад — это розничный инвестор. Этот фактор меняет все: поведение индустрии, технологии, самого клиента. Мы все больше убеждаемся, что оказались правы, описывая поведение розничного инвестора как консервативное, как склонность к долгосрочному инвестированию. Мне кажется, что дело не в финансовой грамотности, я в нее не очень верю, — нам нужна индустрия, способная работать с финансово безграмотным клиентом. Не нужно, конечно, забрасывать финансовую грамотность, но ориентироваться нужно на более незащищенного, хрупкого клиента. Поэтому все инициативы, которые надо делать, уже реализуются. К списку того, что нужно доделать, могу добавить не так уж много — разве что тему инвестиционных советников. Вот сделаем намеченное, тогда придет пора придумать что-то еще.

**Анна Кузнецова.** Добавлю только одну идею и одно предложение. Идея — драйвером будут технологии. Предложение — обсудить эту идею на нашей совместной с НАУФОР конференции по розничному инвестору 30 ноября.

**Владимир Чистюхин.** Я подойду к разговору о розничном инвесторе со стороны объекта, а не субъекта. Альтернативой депозиту, то есть продукту, который гарантирует и тело, и доход, является, в первую очередь, рынок облигаций. В какой-то части — еще страхование, хотя,

у страховых инструментов нет такого рода характеристик. Вторая часть успеха — это отсутствие системных потерь инвестора. Какие-то неудачи в процессе инвестирования могут происходить, но система должна обеспечивать такой режим, в котором инвестиционные решения будут приниматься с открытыми глазами и без кидания клиентов.

**Олег Вьюгин.** Да, розничный инвестор для российского рынка — это большой потенциал, но институциональных клиентов тоже надо развивать. Ну что же, спасибо всем участникам, было очень интересно и полезно послушать все, что здесь говорилось. □