

ВН

**ВЕСТНИК НАЦИОНАЛЬНОЙ
АССОЦИАЦИИ УЧАСТНИКОВ
ФОНДОВОГО РЫНКА**
№3 МАРТ 2020

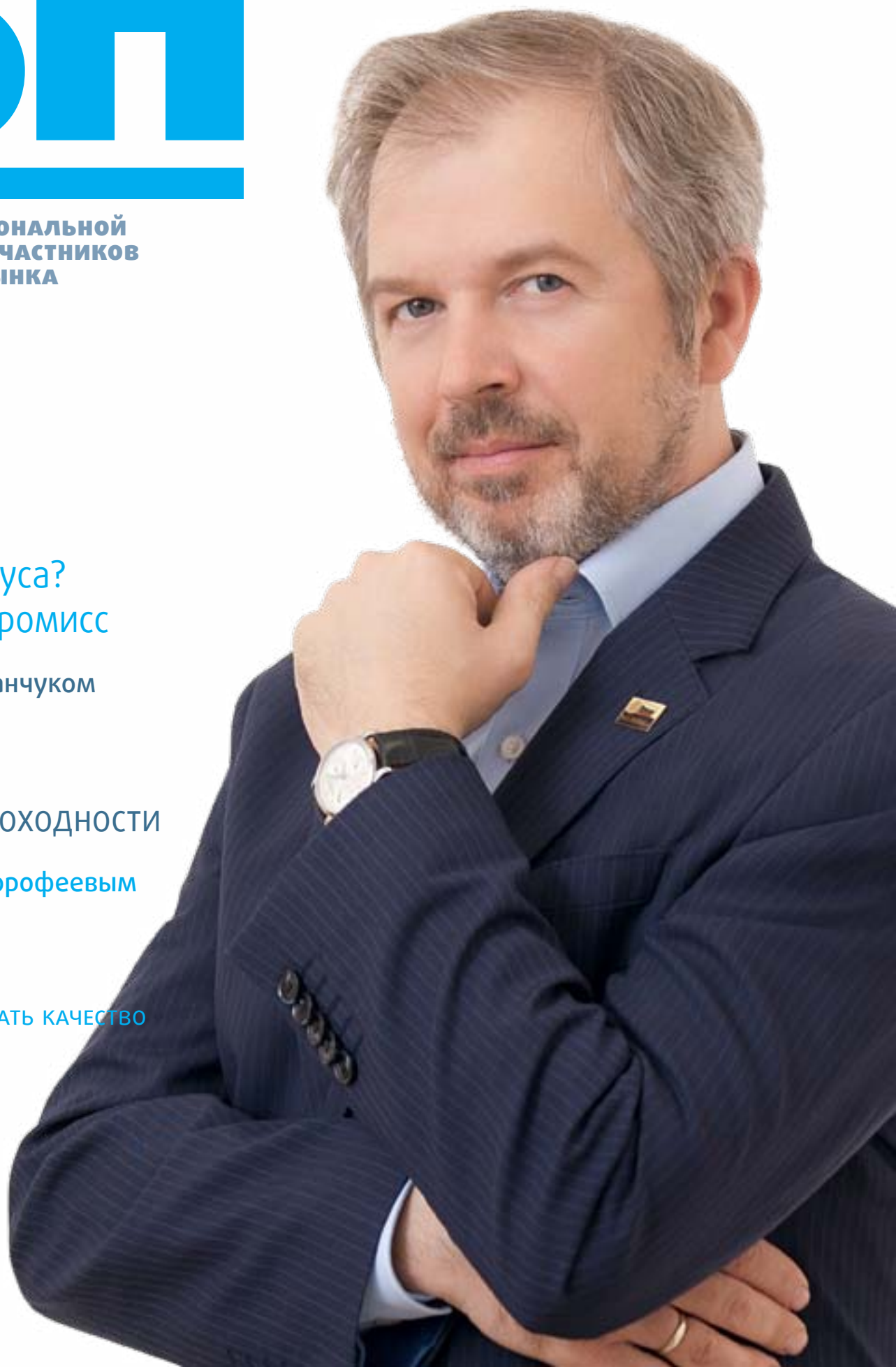
Нет консенсуса?
Ищем компромисс
Интервью
с Сергеем Романчуком

В поисках доходности
Интервью
с Дмитрием Дорофеевым

ДИСТРИБУТИРОВАТЬ КАЧЕСТВО

Конкуренция

НЕ в одиночку



Содержание

№3, МАРТ 2020



ТЕМА НОМЕРА: В ПОИСКАХ ДОХОДНОСТИ

Нет консенсуса? Ищем компромисс

Руководитель операций на валютном и денежном рынке Металлинвестбанка, президент ACI Russia Сергей Романчук объясняет Ирине Слюсаревой устройство глобального валютного рынка и рассказывает, как строился мост между локальным российским и международным глобальным рынком.

4

Дистрибутировать качество

В НАУФОР состоялся круглый стол, посвященный проблемам развития российской индустрии коллективных инвестиций.

26



НОВОСТИ

3 Защита или ущемление?

Доходы по банковским вкладам, а также ОФЗ, региональным и муниципальным облигациям будут облагаться налогом.

ЗАДАЧА / РЕШЕНИЕ

44 Конкуренция

Банк России опубликовал доклад «Подходы Банка России к развитию конкуренции на финансовом рынке». НАУФОР предлагает свое видение вопроса.

ПОДРОБНО

54 НАУФОР оценивает

С 1 июля 2019 года в соответствии с Федеральным законом от 03 июля 2016 № 238-ФЗ вместо аттестации устанавливается новый порядок оценки квалификации специалистов финансового рынка. Подробно рассказывает руководитель Центра оценки квалификаций НАУФОР Мария Брылева.

НОВОСТИ

57 Масштаб потерь пока неясен

НАУФОР выпустила квартальный обзор «Анализ рынков и деятельности паевых инвестиционных фондов за I квартал 2020 года»

ЭКСПЕРТНОЕ МНЕНИЕ

58 Акции с вирусом

Котировки российских акций, державшиеся в течение большей части февраля в боковом диапазоне, в конце месяца заметно упали на фоне сообщений о резком росте числа инфицированных китайским коронавирусом за пределами Китая, что вызвало беспокойство глобальных инвесторов относительно масштабов негативного влияния эпидемии на мировую экономику.



ТЕМА НОМЕРА: В ПОИСКАХ ДОХОДНОСТИ

В поисках доходности

Дмитрий Дорوفеев, портфельный управляющий УК «Альфа-Капитал», рассказывает Ирине Слюсаревой о наиболее важных трендах 2019 года на финансовых рынках; приводит примеры, иллюстрирующие высокую адаптивность ФРС, и объясняет, чем хороши для инвестора «пульные» стратегии.

16

ЗАДАЧА / РЕШЕНИЕ

Не в одиночку

Главным стимулом для начала самостоятельных накоплений на пенсию россияне считают софинансирование своих взносов.

50





В поисках ДОХОДНОСТИ

Картина Репина «Не ждали» всегда актуализируется без предварительных прогнозов — собственно, этого требует сам жанр. Однако в 2020 году мирный вроде бы месяц март стал временем разворачивания сразу двух сценариев прилета: и шторма на рынке нефти (который запустил бурю на финансовых рынках), и мировой пандемии коронавируса. Может быть, эти сценарии связаны. Хотя хватило бы и одного. Может, просто наложились. Как бы то ни было, спич не об этом.

В трудные времена проверяется качество устоявшихся форматов. Если аналитик уверенно предсказывает явления, которые реализуются уже потом, когда вылетевшее слово не поймаешь, — есть смысл держать его оценки в поле зрения. Если профессионал занят выстраиванием форматов, которые принесут пользу всему рынку (но лично ему ни малейшей), то, возможно, учитывать это стоило бы на уровне механизмов более высокого уровня.

Кризис проверяет, он же и подтверждает.

Ирина Слюсарева

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

Главный редактор **Ирина Слюсарева**

Редакция

Шеф-редактор **Владимир Кузнецов**
Арт-директор **Павел Перов**
Иллюстратор **Евгений Тонконогий**
Цветоделение, ретушь и
подготовка к печати **Ксения Ключкина**
Фотография на обложке **Павел Перов**

Учредитель НАУФОР

109004, Москва, улица Земляной вал, 65, строение 2
Тел./факс: (495) 787-77-74, 787-77-75
vestnik@naufor.ru

Издатель КЦ НАУФОР

Автор макета **Петр Пирогов**
Автор редирайна **Павел Перов**

По вопросам приобретения журнала обращайтесь
по тел. +7 (495) 787-7775, доб. 5226 Татьяна Миронова.
Отпечатано в типографии «Парадиз»
Москва, Ленинградский проспект, дом 47
Тираж 1500 экз.

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

Защита или ущемление?

Доходы по банковским вкладам, а также ОФЗ, региональным и муниципальным облигациям будут облагаться налогом

Президент России Владимир Путин 25 марта, на фоне распространения коронавируса, анонсировал закон об изменениях в Налоговый кодекс РФ. Законом, в частности, предусматривается введение налога на процентный доход с банковских вкладов свыше 1 млн рублей, а также на доход граждан по облигациям федерального займа, региональным и муниципальным облигациям. Платить с процентного дохода по вкладам придется тем, у кого суммарные процентные доходы по вкладам превысят базовый уровень, определяемый ключевой ставкой ЦБ при депозите 1 млн рублей. Сейчас эта сумма составляет 60 тысяч рублей.

Президент НАУФОР Алексей Тимофеев, отвечая на вопрос, ускорит ли это налоговое новшество переток средств из банковских депозитов в инвестиционные продукты, сказал следующее. «В последнее время мы занимались «бондизацией» финансового рынка, считая увеличение объема выпуска облигаций важным этапом его развития. Состоявшаяся в 2018 году отмена налога на проценты по корпоративным облигациям была направлена на то, чтобы сравнять налогообложение по вкладам и долговым

ценным бумагам, так как налогообложение по вкладам имело большее преимущество. В этом смысле отказ от льгот одновременно по обоим инструментам — нейтральное решение. При сохранении других налоговых послаблений на фондовом рынке — при долгосрочном владении ценными бумагами и по индивидуальным инвестиционным счетам (ИИС) — мы можем увидеть рост интереса нынешних вкладчиков к инвестированию».

Статистика сообщает, что сегодня общая сумма вкладов составляет примерно 30 трлн рублей, из них на сумму более 1 млн рублей приходится около 50%. Можно полагать, что объектом налогообложения будет процентный доход примерно с 15 трлн рублей. Средств населения на брокерских счетах в облигациях сейчас намного меньше — около 600 млрд рублей, при этом точных данных о том, какая часть средств граждан инвестирована в облигации на сумму более 1 млн рублей, нет.

Сейчас закон принят парламентом уже в третьем чтении, и, как отмечает Алексей Тимофеев, «принимаемые поправки в Налоговый кодекс даже жёстче, чем предложения

Президента. Они не делают исключений для суммы инвестиций до 1 млн и, в отличие от вкладов, не предусматривают необлагаемую сумму. Это шаг назад в длительном процессе поиска нейтрального налогообложения для вкладов и облигаций. Кроме того, законопроект предусматривает налогообложение доходов по государственным и муниципальным облигациям».

Следовало бы хорошо понимать, как скажется изменение налогообложения облигаций на предпочтениях инвестора. И не совершать (даже из лучших побуждений) шагов, которые повлекли бы ущемление этих интересов. □



Сергей Романчук

руководитель операций на валютном и денежном рынке
Металлинвестбанка, президент ACI Russia

Нет консенсуса? Ищем компромисс

«Металлинвестбанк» сумел первым наладить постоянную поставку рублевой ликвидности на международную торговую платформу EBS

Руководитель операций на валютном и денежном рынке Металлинвестбанка, президент ACI Russia Сергей Романчук объясняет Ирине Слюсаревой устройство глобального валютного рынка и рассказывает, как строился мост между локальным российским и международным глобальным рынком.

Фотографии Павел Перов

— Сергей, деск Металлинвестбанка уже лет 15, по оценкам коллег, входит в тройку лучших на российском валютном рынке и является одним из лидеров по оборотам на валютной секции Московской Биржи. Как удалось получить такой результат?

— Действительно, нашей команде удается долгое время сохранять лидирующие позиции. Уже можно шутить, что так сложилось исторически. Хотя, как мы понимаем, финансовый рынок — не то место, где традиции могут влиять на практические результаты, — на тот же оборот, допустим. Тем не менее ядро нашей команды действительно работает на рынке достаточно давно, мы начинали еще в 90-х годах, придя на рынок как бывшие физики и математики. Сам я начинал с позиции помощника трейдера, но довольно быстро прошел все промежуточные ступени и возглавил направление операций на валютном и денежном рынке.

Валютные сделки мы стали заключать в значительных объемах уже на первых порах ко-

мандной работы, и тут нам сыграл на руку один факт, точно имеющий отношение к истории российского финансового рынка. Дело в том, что фактически с самого начала стратегия работы «Металлинвестбанка» на валютном рынке была завязана на электронную форму торгов. Началось все с СЭЛТ на ММВБ. Напомню, что СЭЛТ (система электронных лотных торгов) появилась на бирже ММВБ в 1996 году, в 1997 она уже заработала полноценно. Для того времени это был прорыв. Все сделки происходят в онлайн режиме, а расчеты надежно защищены центральным клирингом, сама система проста в эксплуатации и удобна трейдеру. В дальнейшем мы подключались по возможности ко всем новым электронным торговым площадкам, отсюда и большие обороты. Но в целом мы используем любые методы заключения сделок и покрываем все сегменты валютного, денежного рынка, а также рынка производных финансовых инструментов.

Стратегия банка в определенной степени определялась объемом имеющихся ресурсов. Разумеется, учитывалось, что наша команда быстро приобрела большой опыт успешной работы на валютном и денежном рынках. Мы достаточно продолжительное время показывали хорошие результаты — и в плане прибыли, и в плане рисков. Это являлось ключевым для банка, — в том числе, объем получаемой нашим подразделением прибыли. Сейчас зависимость банка от успеха операций на финансовых рынках уменьшилась за счет того, что банк активно растет

«Металлинвестбанк» первым сумел наладить поставку на постоянной основе рублевой ликвидности на международную торговую платформу EBS (Electronic Broking Service), ведущую площадку на глобальном валютном рынке.

в традиционных сегментах — банковской рознице и корпоративном сегменте. Доходы от финансовых операций уже не являются критически важными, но долгое время были таковыми.

Рейтинговые агентства долгое время считали сильные показатели нашего подразделения признаком слабой диверсификации бизнеса. Поскольку теоретически считается, что торговые прибыли не могут быть устойчивыми, поскольку связаны с высокими рисками. Но мы своими финансовыми показателями (смеется) это утверждение в какой-то степени опровергли. Наши риски на самом деле довольно невелики, поскольку реально мы фокусируемся на внутридневной торговле.

— Иными словами, наращивая банку капитал за счет операций на денежном рынке, валютное подразделение с течением времени увеличило его возможность заниматься классическим коммерческим банкингом?

— Ну я бы откорректировал. «Металлинвестбанк» — крупное кре-

дитное учреждение, он входит в большую промышленную группу, всегда имел серьезную поддержку акционеров, обслуживает ведущие металлургические российские предприятия, имеет высокие рейтинги — короче, это серьезный и крупный банковский бизнес. Был таковым изначально. Конечно, банк сильно зависел от одного акционера, который был и клиентом тоже. Рейтинговым агентствам это не нравилось.

Но сейчас достигнута серьезная диверсификация: и доходы банка, и его

активы/пассивы уже не так сильно связаны с единственным акционером.

В то же время обороты банка на валютном рынке все равно очень существенны. Они генерируются в связке с корпоративным блоком, но все-таки определяются в большей степени объемами на межбанковском рынке. В отличие от алгоритмических фирм, которые работают только на биржах и площадках с центральным клирингом, наше подразделение является универсальным поставщиком ликвидности для всех сегментов валютного оптового рынка. Это и биржевой рынок, и внебиржевой рынок, операции и с крупнейшими российскими банками, и с международными банками. Такая широта охвата становится возможна за счет прочного финансового положения: мы имеем достаточное количество кредитных линий, в том числе с ведущими зарубежными финансовыми институтами.

Наш самый значительный успех состоит именно в том, что мы сумели стать

мостом между локальным российским и международным глобальным рынком.

— Вы стали мостом между локальным российским и международным глобальным рынком: когда же именно и как это случилось?

— Рубль стал свободно конвертируемой валютой в 2006 году. В этот момент торговать им стало намного удобнее и возникли предпосылки для того, чтобы свести рынки — локальный и глобальный. «Металлинвестбанк» стал первым банком, который сумел наладить поставку на постоянной основе рублевой ликвидности на международную торговую платформу EBS (Electronic Broking Service), она является ведущей на глобальном валютном рынке.

Мы успели встать первыми между локальной и международной ликвидностью. И на протяжении нескольких лет после этого мы имели максимальный оборот по российскому рублю как на ММВБ, так и в мире. В общем, банком №1 по этому параметру.

За счет того, что мы успели использовать окно возможностей, которое потом постепенно закрывалось за счет постепенно нарастающей конкуренции. Количество банков, которые тоже стремились построить такой мостик ликвидности, увеличивалось.

— Но вы, получается, выстроили его мгновенно. Очень круто!

— Ну мы, конечно, готовились заранее, отлаживали технологии. Но такой мост — вопрос не только технологий, но также не в меньшей степени вопрос доступности кредитных отношений, как с иностранными банками, так и с российскими. Соответственно, тогда мы были, возможно, первым российским банком, который подписался с иностранными банками на услугу прайм-брокериджа на валютном рынке. В таком формате партнерский иностранный банк позволяет, по сути, использовать свои кредитные линии для того, чтобы торговать со всем остальным миром. Это делается на электронной платформе, сопровождает-





ся подписанием соответствующих договоров. Подготовка всего этого означает много работы не только для финансистов, но также для юристов.

Ну и, прежде всего, надо заинтересовать иностранного партнера в создании таких отношений, такого партнерства. Для этого следует иметь достаточную финансовую устойчивость и правильную профессиональную репутацию.

Даже сейчас получить услугу прайм-брокериджа от иностранного банка на валютном рынке достаточно проблематично. Особенно в свете новых санкций, накладываемых на Россию и ряд российских банков: ведь здесь возникают серьезные риски. Так что получить такого

рода сервис от иностранного банка — не самая простая вещь. Не каждый мог это сделать: более крупные банки были заняты другим бизнесом, малым банкам не хватало возможностей. Мы оказались в уникальной позиции.

— Момент правильного выбора пула российских контрагентов важен?

— Как правило, здесь важны не правильные контрагенты, а возможность в течение долгого времени демонстрировать иностранному партнеру способность генерировать стабильные объемы. Прежде чем подписать договор на сервис прайм-брокериджа, мы долгие годы торговали с западными контрагентами на основании их прямых котиро-

вок и нарабатывали репутацию устойчивого надежного партнера, способного приносить прибыль иностранному контрагенту. Таким образом, эта работа, безусловно, связана не только с технологиями, но также с развитием бизнеса: установлением бизнес-контактов, участием в различного рода конференциях и подобных форматах, в экспертной работе через различные рыночные комитеты. Это такой сплав различных компетенций, дающий в итоге синергетический эффект.

— С кем в принципе приходится конкурировать валютному трейдеру российского банка — ведь валютный рынок глобален и не состоит из локальных рынков?

Если говорить о текущем моменте, то мы конкурируем с игроками разного рода. Сейчас конкуренция на рублевом сегменте валютного рынка очень сильно выросла по сравнению с прошлым. С одной стороны, здесь работают российские банки, позиционирующие себя как поставщики ликвидности на валютном рынке. Это несколько банков, имеющих развитую электронную торговлю, их всех можно пересчитать по пальцам одной руки. Со стороны международного рынка основными игроками являются различные небанковские маркетмейкеры, которые теснят глобаль-

как правило, наши конкуренты — это те, кто держит горизонт от минут до часов, потому что есть еще категория игроков, занимающихся сверхвысокочастотной торговлей. Как правило, они используют технологии арбитража, которые заключаются в том, что риск почти не берется (за исключением операционного и риска не успеть закрыть арбитраж). Это называют технологической гонкой. Мы в ней частично участвуем, но в целом наш главный фокус — не на этом формате, как уже сказано. Так что основные конкуренты — это, во-первых, ведущие российские банки, каждый из которых

показателем того, что мы получаем прибыль и работаем достаточно эффективно. Но, повторюсь, это не самоцель: мы не закладываем в показатели необходимость добиться того или иного места в конкретном рейтинге.

Стратегия заключается в том, чтобы применять наилучшие практики, которые появляются с течением времени.

Соответственно практикам меняется клиентская база. Раньше, когда межбанковский рынок в России по количеству участников был огромным, у нас существовал особый фокус на то, чтобы установить отношения практически со всеми участниками. За счет, во-первых, отлаженности бэк-офиса, во-вторых, возможности контролировать риски путем отслеживания быстрых прямых платежей и поставок мы старались закрыть большую часть рынка. Сейчас, в силу консолидации банковского сектора, эта ниша существенно уменьшилась. Соответственно, стратегия изменилась: сейчас мы стараемся отслеживать новые бизнес-возможности и выращивать их самостоятельно. Например, так было на начальном этапе развития системы электронных лотовых торгов (о чем шла речь в самом начале нашей беседы).

Если говорить об общих подходах, то они таковы. Биржа всегда ищет маркетмейкеров, а мы всегда в тот или иной новый продукт заходим. Это не влечет больших издержек, а в будущем хотя бы один из 10 таких заходов в новый продукт «выстреливает», давая возможность заработать. Но мы вполне готовы какое-то время поработать даже совсем без прибыли, давая возможность тому или иному новому проекту задышать. Так было с разными проектами — и с ПАО «Санкт-Петербургская биржа», и с площадкой Delta, и с различными фьючерсами на ставки, на валюты, в разных конфигурациях. Мы стараемся занимать новые возможности первыми.

Наше конкурентное преимущество состоит в скорости разработке и минимуме бюрократизма. Сотрудникам

Мы готовы какое-то время поработать даже совсем без прибыли, давая возможность тому или иному новому проекту задышать. Так было с разными проектами — и с ПАО «Санкт-Петербургская биржа», и с площадкой Delta, и с различными фьючерсами...

ные банки (в том числе как провайдеры ликвидности) на всех основных рынках ликвидности — таких, как евро, доллар, йена и так далее. Эта деятельность сопряжена, с одной стороны, с принятием рисков, а с другой стороны, с быстрым развитием технологической платформы. И так получилось, что команды, которые занимались в глобальных банках валютным трейдингом, в какой-то момент настолько развили свои компетенции, что покинули эти банки и основали собственные фирмы.

— Эти новые фирмы по формату являются чем-то вроде электронных валютных брокеров?

— Да, только это не брокера, поскольку брокера не принимают рисков. Это принципалы, маркетмейкеры, которые принимают риски. Другое дело, что эти риски принимаются на ограниченном горизонте времени. Как правило, это дневные риски, а на самом деле горизонт удержания позиции может составлять и минуту, и секунду, и долю секунды. Но,

сейчас имеет развитые платформы; во-вторых, со стороны глобального рынка — несколько ведущих банков, ведущих международную торговлю, и небанковские маркетмейкеры.

— Есть ли сейчас у Металлинвестбанка стратегия на валютном рынке: какие-то конкретные цели и ориентиры, которых следует достичь в конкретные сроки?

— На валютном рынке очень тяжело выстраивать стратегию в традиционном смысле: выставляя ключевые показатели эффективности.

Одним из показателей того, что мы занимаем заметную долю рынка, являются позиции в формальных рейтингах: например, объем операций на Московской бирже. Но это не может являться самоцелью. Живем-то не на обороты, а на генерируемую прибыль, главным показателем эффективности является ее максимизация. Такие вещи, как отзывы контрагентов либо публикуемые биржей рейтинги лидеров по объемам сделок являются косвенным

крупных универсальных банков в этом плане сложнее: там многое нужно обсуждать на комитетах, согласовывать и так далее. У нас все эти процедуры тоже присутствуют, но есть возможность проходить эти стадии быстрее. И мы имеем возможность экстренно выделять деньги на новые проекты, а не придерживаться изначально принятого бюджета на год вперед.

— Вы как-то формулировали 10 правил успешного трейдера, среди них есть и такое «Найдите ту неэффективность, которую сможете использовать». Вот сейчас вы рассказали, как выглядит поиск неэффективности на практике?

— Да, конечно. Зачастую бывает так, что вы видите эффективность, но не можете технически ее использовать. Как правило, должны сойтись несколько факторов — и тогда на этой связке можно заработать. Скажем, мы изначально анализировали возможность торговли валютой не только на рынке спот, но также смотрели на фьючерсы — как на потенциально хорошую возможность развития бизнеса. При том, что многие банки тогда вообще не хотели торговать одновременно и на рынке спот, и на фьючерсах: не видели смысла связываться с открытием дополнительных счетов, подготовкой бэк-офисов и так далее. При этом в моменты финансовых кризисов неэффективности часто возникают как различия в ценах, обусловленные просто недостатком поставщиков ликвидности. Например, в кризис происходят большие валютные движения, и часть клиентов, сидящих во фьючерсах, хотят выйти из позиции. Мы такую возможность предоставляем, но берем несколько большую маржу за счет того, что можем перевести эти позиции на себя: допустим, купить позицию спот, продать фьючерс. Для того, чтобы это сделать, нужно обладать капиталом и запасом ликвидности, те или иные позиции надо ведь фонтировать. Это доступно не всем.

Наш успех как раз заключается в том, чтобы быть ко всему готовым — внимательно отслеживать и как можно быстрее использовать возникающие возможности.

— То есть вы играете на большом поле большим количеством фигур и делаете это очень быстро.

— Я бы не назвал это поле очень большим. Мы торгуем и на долговом рынке, и на рынке акций, хотя это не является приоритетом для банка, делается в значительной степени для комплексного обслуживания клиентов, пользующихся услугой брокериджа. Но мы все-таки

Большинство клиентов на рынке форекс действительно оперируют азартно, относятся к нему как к казино и теряют свои деньги. Но проводить четкую грань между форексом и глобальным валютным рынком все же не совсем правильно.

не разбрасываемся по очень широкому кругу инструментов, специализируемся на валютном денежном рынке — и вот здесь действительно стараемся охватить максимальное количество возможностей: как инструментов, так и площадок. Стараемся присутствовать максимально во всех форматах, для того чтобы и максимально собирать ликвидность в себя, и искать клиентов, которым она нужна.

— Является ли форекс отдельным рынком — или это лишь сегмент валютного рынка? Считаете ли вы, что его регулирование сейчас оптимально — или формат нужно менять?

В отношении форекса в России (похоже, что только в ней) сложилась специфическая терминология и специфичный подход. Во всем мире форексом называется большой валютный рынок межбанковских операций, а у нас форексом называют предоставление услуг по торговле валютными курсами на условиях маржин-трейдинга для физлиц.

Банк России как регулятор в свое время предложил строить регулирование

(и соответственно законодательство) таким образом, чтобы эта деятельность была вынесена в отдельное поле и в чем-то приравнена к азартным играм. На мой взгляд, это не является верным решением. Во всем мире форекс встроены в глобальный рынок и регулируется сходным с ним образом.

Не готов однозначно выносить решение, кто прав, кто виноват, потому что в локальном подходе правильно уловлена суть продукта и отображены существующие статистические практики. Большинство клиентов на рынке форекс действительно оперируют азартно, от-

носятся к нему как к казино и теряют свои деньги. Но проводить четкую грань между рынком форекс и глобальным валютным рынком все же не совсем правильно. Потому что до того, как сложилось то регулирование, которое действует сейчас, у операторов форекса выстраивалось две книжки, два баланса. По одной книге риск не перекрывался, — это то, что сейчас называется в РФ форексом и считается азартной игрой: когда клиенту показывают котировку, но сделку не хеджируют. Вторая книга — для более крупных розничных игроков, риск с которыми хеджируется. Понятно, что с точки зрения компании, которая продает услуги форекс, выделение специфической категории их бизнеса в категорию азартных игр является неправильным. Такой подход создает недоброкачественные стимулы, при таком подходе фирма заинтересована в том, чтобы клиент разорился. В то же время, если бы форекс-фирма была обязана хеджировать операции, то она была бы заинтересована в долготельстве кли-



ента: потому что тогда заработок шел бы с оборота, а не с разорения клиента. Тут возникают соображения противоположного свойства. С одной стороны, возможно, правильно дестимулировать эту деятельность в целом, поскольку азартная игра является опасной для широкой публики. С другой стороны, сформулировав законодательство таким образом, мы отрезали этому рынку возможность стать цивилизованным и регулируемым.

С течением времени, как мне кажется, лучше было бы пересмотреть те практики, которые действуют сейчас. А для своей компании мы еще в девяностых годах приняли решение отказаться от

розничного сервиса для физлиц, поскольку не хотели нести, в том числе, репутационных рисков. Наша задача — не оболванить клиента, а предоставлять ему лучший сервис.

— **Инфраструктура обычно состоит в сложных взаимоотношениях с пользователями. Удовлетворяют ли вас как участника рынка существующие возможности влияния на работу Московской биржи?**

— Я в течение долгого времени возглавлял на Московской бирже множество комитетов и структур: и комитет по валютному рынку, и комитет по срочному рынку, также много лет являюсь заместителем председателя Совета ПАО «Московская биржа». Совет биржи

является высшим консультационным органом, в котором биржа обсуждает с участниками рынка вопросы стратегии, развития различных инструментов. Так что существующая система взаимодействия Мосбиржи и рынка во многом выстраивалась и при моем участии. И да, я вполне доволен тем взаимодействием, которое сложилось. Конечно, происходила определенная эволюция: биржа (тогда ММВБ) начинала работу как, по сути дела, партнерство банков, полностью подконтрольное Центральному банку, а сейчас это открытое акционерное общество с большим free flow и большой базой акционеров. Сейчас это преимущественно коммерческая структура.



Но для развития биржи ей обязательно нужны механизмы обратной связи и тонкой подстройки, которые как раз названными коллективными органами и обеспечиваются.

Хочу сказать, что партнерство с Московской биржей для нашего банка является одним из ключевых моментов стратегии. Мы стараемся оказывать благоприятное влияние на развитие биржи: на то, как конфигурируются конкретные инструменты, как меняется система риск-менеджмента. Естественно, делая это в партнерстве с остальными пользователями, здесь никто не имеет решающего голоса, это всегда конструктивная коллективная дискуссия.

И мне кажется, что все острые развилки, перед которыми стояла МОЕХ за годы существования, были пройдены достаточно благополучно. Нельзя сказать, что все остались удовлетворенными полностью, потому что в ряде случаев биржа, меняя свою бизнес-стратегию, вступала в конкуренцию с различными категориями участников торгов. В частности, так это случилось на валютном рынке. Изначально он был исключительно межбанковским, но потом биржа допустила туда брокеров, физлиц, корпорации. И тем самым стала напрямую конкурировать с теми же банками, которые оказывают те же услуги тем же категориям клиентов. Поэтому нельзя

сказать, что здесь принципиально возможен полный консенсус. Но возможна выработка правил игры, которые бы устроили максимально число участников. Если все чем-то недовольны, но лишь чуть-чуть, — это и есть признак любого качественного компромисса.

— Расскажите, пожалуйста, о работе ACI Russia, ее результатах и стратегических целях. Вы ведь ее возглавляете с самого начала?

— Не совсем так. ACI Russia — это общественная организация, которая аффилирована с глобальной организацией The ACI, Financial Markets Association. История которой началась с 1955 года, практически с момента воз-

никновения глобального валютного рынка. Изначально возглавлял российскую ассоциацию не я, идея ее образования принадлежит Игорю Суздальцеву. Соответственно, я являюсь вторым президентом.

АСИ Russia — общественная организация, мы проводим съезды ежегодно, раз в два года они являются отчетно-выборными, соответственно, уже несколько раз проходили конкурентные выборы, на которых мне удавалось побеждать, за

валютного рынка», это новая вещь, о которой поговорим позднее.

И третье направление — экспертная работа в тесном сотрудничестве с ЦБ и регуляторами разных стран. Частью членской базы АСИ изначально являются сами центральные банкиры. Собственно, международная ассоциация и возникла в результате договоренностей двух лидеров: это были, соответственно, сотрудник банка Англии и сотрудник коммерческого французского банка «Crédit

Совместный совет валютного рынка с участием Банка России обеспечивает очень высокое качество экспертизы. Здесь становится возможным обсуждение инициатив регулятора и рынка, лучших практик профессиональной работы, разрешение спорных ситуаций...

что я благодарен коллегам. Идея создания АСИ на самом деле очень проста и органично ложится на философию валютного рынка, когда люди, которые занимаются валютными операциями в разных странах, встречаются непосредственно между собой, договариваются и развивают межбанковские отношения.

Соответственно, работа АСИ строится по нескольким направлениям. Первое направление, с которого все началось — это классический нетворкинг: организация конференций, семинаров и других форм коллективного взаимодействия. Второе направление — система профессиональной аттестации: дипломы, дилинговый сертификат, сертификат для сотрудника бэк-офиса. Кроме того, есть диплом АСИ, который по ряду параметров является аналогом диплома CFA, но предназначен не для трейдеров и аналитиков, а для руководителей трейдерских и казначейских подразделений. Сейчас ко всему перечисленному добавился экзамен на знание «Глобального кодекса

Lyonnais» («Лионский кредит» в русской версии названия).

Членами российской АСИ является довольно большое количество сотрудников Банка России, мы не являемся в этом смысле организацией, объединяющий исключительно коммерческий рынок. Совместный совет валютного рынка с участием Банка России обеспечивает очень высокое качество экспертизы. Здесь становится возможным обсуждение инициатив регулятора и рынка, обсуждение лучших практик профессиональной работы, разрешение спорных ситуаций... В общем, это такая площадка, которая объединяет в себе различные формы профессиональной экспертизы.

Такая экспертиза может иметь серьезное значение. Например, действующий в глобальном АСИ комитет по профессионализму дает экспертные оценки, которые могут быть использованы, в том числе, в ходе судебных разбирательств, для разрешения конфликтов между участниками. (У нас такая практика тоже была).

В последнее время глобальный рынок сотрясали скандалы, в том числе, связанные с уголовным преследованием различных трейдеров, с обвинениями в манипуляции, в манипуляции фиксингами. В ряде таких случаев глобальная АСИ выступала со своим обоснованным профессиональным мнением, которое было представлено, например, в американский суд. Другое дело, что не всегда суды обращают внимание на это мнение, но сама возможность подобного рода есть. Если возникает какой-то профессиональный конфликт, то ассоциация всегда может дать свою экспертизу.

— Мне кажется, что суды не всегда обращают внимание на экспертные оценки подобного рода просто по причине того, что не в состоянии их понять: все же это очень сложные и специальные материи.

Да, естественно. Поэтому у АСИ всегда есть возможность решать какие-то вопросы между участниками. Эти решения не могут быть юридически обязывающими, они носят характер соглашений на доверии, что очень важно. Для успешного развития бизнеса нужна хорошая репутация. Если у какого-то института (или лица) репутация будет подпорчена, то с ним просто не будут заключать сделки. Поэтому тут имеет место настоящее саморегулирование, которое опирается в данном случае не на закон, а на обычаи делового оборота и профессиональную этику.

— Вы вместе с Валерием Ляхом из ЦБ РФ представляете Россию в Глобальном комитете валютного рынка, наднациональным органе, образованном центральными банками крупнейших стран мира. Для чего был создан этот орган и как строится его работа? — Долгое время широкое наднациональное регулирование международного валютного рынка осуществлялось под эгидой глобальной АСИ. Все практики, правила разрешения конфликтных ситуаций и заключения сделок были сформу-

лированы в документе, который называется «ACI Model Code». В развитых юрисдикциях, особенно в Европе, сдача экзамена на получение сертификата ACI была, по сути, обязательной; а обладание сертификатом говорило о том, что человек, получивший этот документ, в курсе профессиональных и этических норм. Но эта практика не была всеобъемлющей и обязывающей. В итоге рынок потрясла серия скандалов, она началась с установления фактов манипулирования ставкой LIBOR (London Interbank Offered Rate, которая является бенчмарком процентных ставок), затем все докатилось до обвинений в манипуляции валютными фиксингами и так далее.

В результате центральные банки ведущих стран (начиная с Банка Англии, ФРС и Европейского центрального банка) решили, что нужен кодекс, который на основе принципов описывал бы правильное ведение бизнеса на валютном рынке. Чтобы убрать основания для возникновения подобного рода скандалов, нужен глобальный свод принципов и правил.

В результате несколько центробанков (изначально их было шестнадцать) объединились для создания такого набора принципов. ACI Model Code использовался в качестве основы, но работа над документом выстраивалась по каналам центральных банков, комитета по рынкам Базельского банка международных расчетов. Первая версия кодекса увидела свет в 2017 году, русская версия имеется на сайте Банка России.

Но началась работа в 2015 году, изначально в ней были задействованы две категории участников — центральные банки и коммерческий сектор. Для создания кодекса был создан глобальный комитет, каждый национальный комитет делегировал туда своих участников. Они встречаются для работы и в США, и в Европе, и в Англии на площадках FX-комитетов. У нас в России такого комитета до 2015 года не было. Можно сказать, что его роль во многом

играл совет секции валютного рынка, а потом комитет по валютному рынку Московской биржи, но этот орган решал не все вопросы, а лишь относящиеся к биржевому рынку.

Россия как юрисдикция в этой работе на первой стадии не участвовала. Но было очевидно, что это неправильно: ведь как национальный игрок валютного рынка мы точно входим в топ-20. Профессиональное общество считало, что России следует входить в процесс, мы нашли здесь понимание со стороны Банка России. И в 2018 году была создана соответствующая структура — Совместный Совет валютного рынка (The Moscow FX Joint Standing Committee). В Совет вошли представители регулятора и коммерческого сектора. Мы пригласили к участию представителей различных сегментов финансового рынка, ими являются не только непосредственно участники торгов, но также представители инфраструктуры — Московской биржи, информагентств, электронных площадок, корпораций (поскольку корпоративные казначейства тоже являются участниками валютного рынка), представители индустрии алготорговли. Спектр участников максимально широк, повестка тоже: обсуждаются все вопросы, связанные как с национальным, так и с наднациональным регулированием.

В 2019 году, когда мы сумели доказать, что такой комитет в России создан и правильно структурирован, мы подали заявку о вступлении в Глобальный комитет — и были приняты. Теперь участвуем в каждом заседании: я как делегат от частного сектора и Валерий Лях как представитель национального регулирующего органа. Банк России принял решение, что хотел бы дать рынку больше возможностей самоопределения, не стремясь поставить во главу национального комитета своего сотрудника. На сегодня российские представители приняли участие в двух заседаниях комитета (соответственно, в Токио и Сиднее).

Сейчас я вхожу в рабочую группу, которая занимается ревизией и обновлением Глобального кодекса валютного рынка. В этом документе будут уточняться и дополняться те тонкие моменты, которые обнаружались за истекшее время в первой версии.

СПРАВКА. Electronic Broking Service (EBS) — автоматизированная брокерская система валютного дилинга. Она была разработана консорциумом крупных банков-участников валютных торгов вместе с компанией Quotron, специалистом в области информатики, и запущена в 1993 году. EBS объединяла ряд крупных мировых банков (в числе которых ABN AMRO Bank, Bank of America, Barclays Capital, Citibank, Commerzbank, Credit Suisse First Boston, HSBC Bank PLC, J.P. Morgan Chase, Royal Bank of Scotland, UBS AG) и японскую корпорацию Minex, созданную консорциумом японских банков совместно с японской телекоммуникационной компанией KDD и Dow Jones Telerate. Сейчас EBS является часть CME Group и предоставляет полностью интегрированный спектр дилинговых услуг для профессионального межбанковского рынка. Система EBS Spot Dealing System является одной из лидирующих электронных анонимных дилинговых систем для межбанковского трейдинга валютой.

СПРАВКА. Прайм-брокер — организация, оказывающая посреднические услуги по предоставлению кредитных линий одной или нескольким сторонам в отношении конверсионных сделок на основании предварительно согласованных условий предоставления такого сервиса. □


ВДОХНОВЕНИЕ В ЦВЕТЕ!

ПАРАДИЗ®

ПРЕПРЕСС · ДИЗАЙН · ТИПОГРАФИЯ

+7 (495) 755 24 10

info@paradiz.ru  www.paradiz.ru

 Москва, Ленинградский пр-т, дом 47, офисы 916, 920, 924
Мос. обл., г. Краснознаменск, ул. Парковая, дом 2а



Офсетная печать



Цифровая печать



Широкоформатная
и интерьерная печать



Послепечатные
работы



Дополнительные
услуги



Дизайн и допечатная
подготовка

Типография Парадиз – современная типография полного цикла. Мы предлагаем своим клиентам полный перечень полиграфических услуг и являемся лидерами в этой сфере.



**РЕКЛАМНАЯ
ПОЛИГРАФИЯ**

брошюры, каталоги,
буклеты, газеты,
листовки, пакеты,
плакаты, флаеры,
афиши, журналы,
постеры, комплексные
заказы



**ДЕЛОВАЯ И
ПРИКЛАДНАЯ
ПОЛИГРАФИЯ**

визитки, блокноты,
ежедневники, папки,
бланки, открытки,
конверты, кубари,
фотокнижки, планинги,
гарантийные талоны,
инструкции, годовые
отчеты, книги



**КАЛЕНДАРНАЯ
ПРОДУКЦИЯ**

квартальные,
настенные, карманные,
настольные,
перекидные,
календари-плакаты,
календари-домики,
календари-магниты,
календарные блоки



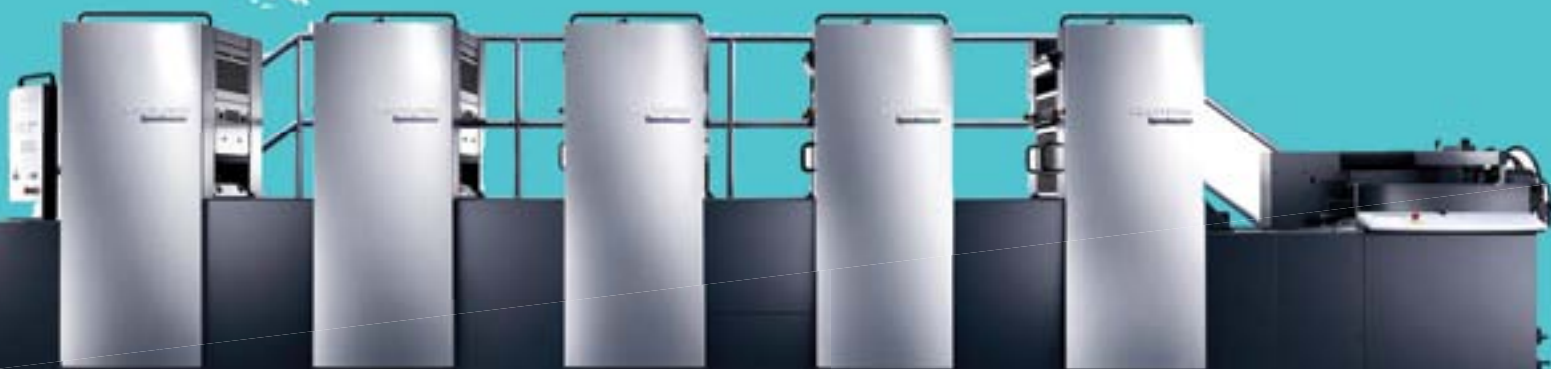
**POS -
МАТЕРИАЛЫ
И УПАКОВКА**

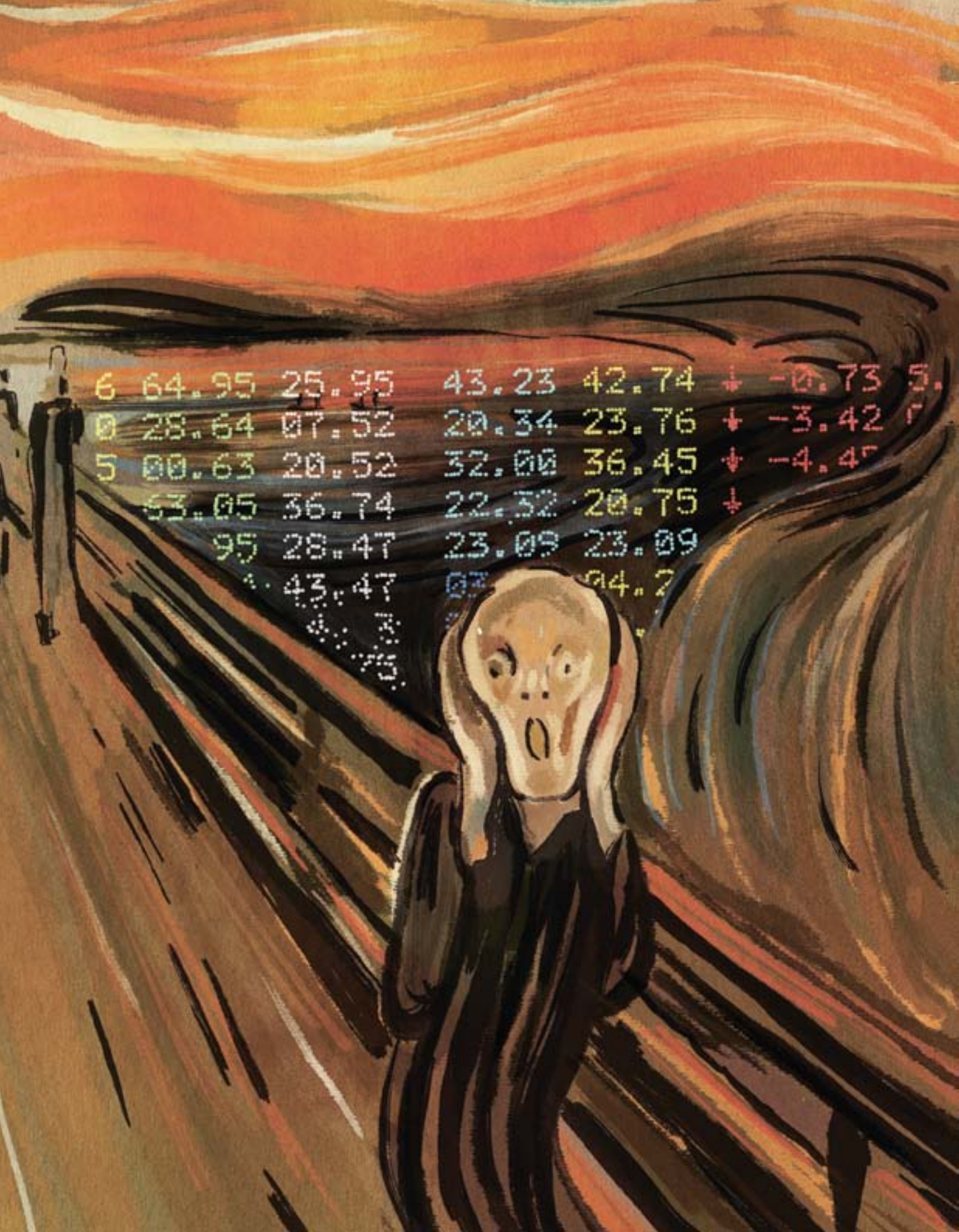
хенгеры, шелфтокеры,
вобблеры, коробки,
этикетки, наклейки,
пакеты, холдеры,
выкраски, подставки,
ценники, вкладыши,
конверты



**НАРУЖНАЯ
РЕКЛАМА**

баннеры, таблички,
плакаты, постеры,
мобильные стенды,
штендеры, вывески,
чертежи, картины,
ростовые фигуры





6	64.95	25.95	43.23	42.74	↓	-0.73	5.
0	28.64	07.52	20.34	23.76	↓	-3.42	7
5	00.63	20.52	32.00	36.45	↓	-4.45	
	53.05	36.74	22.32	20.75	↓		
	95	28.47	23.09	23.09			
		43.47	03	94.2			
		4.3					
		75					

Дмитрий Дорофеев
портфельный управляющий УК «Альфа-Капитал»

В поисках доходности

РЕАКЦИЯ НА КОРОНАВИРУС — ЭТО СТРАХ ПЕРЕД НЕОПРЕДЕЛЕННОСТЬЮ, КОТОРАЯ МОЖЕТ ПРИЙТИ НА РЫНКИ И КАРДИНАЛЬНО ИЗМЕНИТЬ УСЛОВИЯ НА НИХ

Дмитрий Дорофеев, портфельный управляющий УК «Альфа-Капитал», рассказывает Ирине Слюсаревой о наиболее важных трендах на финансовых рынках; приводит примеры, иллюстрирующие высокую адаптивность ФРС, и объясняет, чем хороши для инвестора «пульсные» стратегии.

Фотографии Павел Перов

— Дмитрий, какие наиболее важные изменения произошли в мировой экономике в 2019 году? Как они отразились на российском рынке облигаций?

— Я бы выделил в качестве наиболее существенных несколько факторов.

Во-первых, глобальное смягчение монетарных политик. Тут, как мы понимаем, очень значима позиция Федеральной резервной системы. В начале 2019 года ФРС радикально сменила риторику и приступила к циклу понижения процентных ставок. Такие действия было достаточно сложно предсказать еще в конце 2018 года. Европейский центральный банк тоже не остался в стороне от тренда: Марио Драги перед уходом запустил новую программу количественного смягчения, оставив новому руководителю — Кристин Лагард — достаточно благоприятную почву. С приходом Лагард многие связывают возможность запуска

большого цикла фискального стимулирования. Несмотря на то что она является главой монетарного органа ЕЦБ, есть надежды, что Лагард будет способствовать более тесной совместной работе ряда стран по выработке стратегии фискального стимулирования.

Именно на это сделана ставка.

Сейчас ЕЦБ находится в процессе пересмотра своей политики, хотя новую концепцию управления монетарной политикой они обещают представить лишь в конце текущего года. Вряд ли стоит ожидать, что политика ЕЦБ изменится до окончания работы над этим проектом. Особенно в текущих условиях.

Таким образом, мы видим, что в 2019 году все центральные банки Запада снижали ставки, это создавало благоприятные условия также и для многих развивающихся экономик, центральные

банки которых в условиях благоприятной внешней конъюнктуры тоже смогли снижать ставки.

Банк России не стал исключением. Он снизил ставку очень значительно и продолжил достаточно последовательно проводить свою уже сложившуюся монетарную политику, то есть продолжил смягчение.

Второй тренд (который и привел к снижению ставок) — замедление роста

Рынки станут концентрироваться на том, на чем концентрировались прежде: то есть на замедлении темпов мирового роста и поиске выхода из этой ситуации. С учетом последних угроз центральные банки неизбежно будут запускать новые раунды стимулирования

мировой экономики. Вследствие этого возникают торговые барьеры, накладываются определенные ограничения на экономики многих стран.

Третий важный тренд — торговая война США с Китаем. Она ушла с повестки дня совсем недавно, в январе текущего года. Но тут же сменилась темой новой угрозы — коронавируса, который тоже пришел из Китая. Это показывает, что новости из Китая приобретают все большее значение и многое определяют в мировой повестке.

Мы в компании «Альфа-Капитал» уделяем китайским новостям самое пристальное внимание.

— Когда вы говорите, что тема торговой войны сменилась темой вируса, вы тем самым подразумеваете, что тема торговой войны Китай – США закончилась?

— Тема торговой войны была наиболее важной для инвесторов, все ее обсуждали, она присутствовала в топе новостей, о ней кричали заголовки и так далее. Но после того, как была заключена «первая фаза» торгового соглашения, тема в значительной степени ушла. Сейчас характер движения большинства финансовых активов, от ценных бумаг до цен на сырье, определяет тема коронавируса.

Именно с этим связана текущая коррекция на глобальных рынках, от которой страдает большинство экономик, особенно в развитых странах. Когда цены активов падают на 20% и более, причем очень быстро, это говорит о том, что неопределенность высока. Реакция на коронавирус — это страх перед неопределенностью, которая может прийти на рынки и кардинально изменить условия их функционирования. Именно не-

определенности опасаются инвесторы в моменты смены рыночной парадигмы. Можно сказать, что коронавирус стал «черным лебедем» для глобального рынка и последствия преодоления эпидемии еще долго будут оказывать влияние на инвесторов. Однако, скорее всего, через несколько месяцев влияние этой темы поутихнет. И рынки станут концентрироваться на том, на чем концентрировались прежде: то есть на замедлении темпов мирового роста и поиске выхода из этой ситуации. С учетом последних угроз центральные банки неизбежно будут запускать новые раунды стимулирования, в том числе точно нацеленные на пострадавшие сегменты национальных экономик.

Вряд ли, конечно, страны Запада станут сейчас демонстрировать скоординированные стратегии выхода из замедления, хотя именно это следовало бы делать. Но в итоге экономики могут получить более низкие ставки, больше стимулов и больше фискальных стимулирующих программ. В конечном счете это сдержит замедление, но приведет к тотальному обнулению ставок, а значит, впоследствии и к снижению доходностей по облигациям. Вероятно, что в

обозримом будущем мы сможем преодолеть текущий кризис ликвидности на глобальных рынках, после чего доходности по корпоративным облигациям в большинстве стран опустятся до новых исторических минимумов. При этом доходности американских казначейских облигаций обновляют исторические минимумы практически каждую неделю на ожиданиях того, что ФРС понизит ключевую ставку до фактически нулевых уровней в ближайшее время и оставит ее на этом уровне на неопределенный период. На фоне бегства инвесторов из рискованных активов за последние недели доходности по тридцатилетним облигациям Минфина США опускались до 0,7% годовых — это, возможно, наиболее очевидный индикатор уровня страха инвесторов и их ожиданий по сохранению ставки ФРС вблизи нулевой отметки продолжительное время. Не исключаю, что мы можем увидеть даже отрицательные ставки в долларах по казначейским облигациям. А это меняет правила игры коренным образом. Долларовые сбережения являются самыми большими в мире, долларовые ставки определяют основную часть инвестиционной активности во многих странах, в том числе развивающихся. Поэтому изменение стратегии ФРС будет влиять на каждую страну.

В этих условиях инвесторы будут искать доходность в первую очередь на рынках акций и облигаций, потом ликвидность будет переливаться в реальную экономику.

— Можно ли считать описанные вами проблемы признаками того, что мировая экономика продолжает сталкиваться с последствиями все того же кризиса-2008, просто в смазанной форме? И что посредством этого вялого, периодически обостряющегося (вот как сейчас) кризиса удаётся постепенно решать проблему токсичных активов, накопившихся в мировой экономике, вызвавших кризис, но кризисом не ликвидированных? — Не думаю, что сейчас имеют место какие-либо последствия кризиса 2008 года,





хотя характер падения на глобальных рынках вполне сопоставим. Напротив, экономика США находится в неплохой форме. Центробанки получили возможность действовать более гибко, они стали раньше получать информацию, могут работать на предотвращение кризисных явлений. Тогда как кризис 2008 года многие связывают как раз с тем, что тогда ФРС действовала слишком медленно, не предпринимая необходимых мер на денежном рынке.

Сейчас американский регулятор стал реагировать на проблемы гораздо быстрее и эффективнее. Напомню, что в сентябре 2019 года в банковской системе США стали возникать проблемы

с ликвидностью. Механизмов оперативного предоставления ликвидности на тот момент не существовало, поскольку Федер резерв последние лет десять привык работать, наоборот, в условиях ее избытка. Собственно, сама-то ликвидность по факту никуда не исчезла и сейчас. Просто новые правила регулирования (в частности, требования Базеля-3 к банковским резервам) привели к тому, что банки не всегда могут использовать имеющуюся у них ликвидность. Она реально есть, но ее как бы нет. Это не уникальная ситуация: например, нормативы, действующие для российских ПИФов, тоже накладывают ограничение на минимальный объем ликвидных

активов, на остаток каждого дня требуется иметь не менее 5% в денежных остатках или государственных облигациях. Получается примерно то же самое: ликвидность есть, но пользоваться ею нельзя, для финансирования оттоков надо продавать другие активы, не затрагивая данную подушку ликвидности.

Короче, у американских банков в сентябре стали возникать проблемы с ликвидностью, и для регулятора это стало большой неожиданностью. Но ситуацию удалось купировать очень быстро. В сентябре ФРС запустила операции по предоставлению временной ликвидности через операции РЕПО, а в октябре объявила о фактическом запу-

ске новой программы выкупа активов с темпом 60 млрд долларов в месяц. Это в сжатые сроки нормализовало ставки на денежном рынке, и проблема рассосалась.

Это иллюстрирует простую вещь. Если ФРС сталкивается с какой-то проблемой впервые, это может вызвать незначительную турбулентность на рынке. Но в целом американский финансовый регулятор очень адаптивен. Вот и в ситуации, о которой мы говорим, он дей-

На примере Банка Японии можно учиться, как следует анализировать последствия совершенных ошибок и действовать на опережение.

ствовал очень быстро и решил проблему оперативно. Сейчас снова наблюдается некоторый кризис ликвидности, но его причины другие: инвесторы хотят уйти от рыночных рисков и продают активы по любым ценам.

Тем не менее фундаментальные проблемы существуют, это следует признать. Темпы роста мировой экономики замедлились. Коронавирус обнажает накопившиеся дисбалансы, нарастание эпидемии может стать спусковым крючком серьезных проблем. Хотя пока есть надежда, что худшего удастся избежать. Самое опасное, что может сделать вирус, — изолировать целые страны и регионы, запустить процессы банкротств компаний в наиболее пострадавших экономиках. И если у каких-либо экономических субъектов запас прочности сейчас невелик, то им будет очень сложно сохранять финансовую устойчивость в ближайшие месяцы. Если же массового дефолта компаний удастся избежать (что выглядит наиболее вероятно), то ничего глобально страшного не произойдет. Да, экономика потеряет результаты нескольких месяцев роста, однако сможет восстановиться впоследствии.

Но сами проблемы, которые вирус обнажил, существовали давно. В этой ситуации странам G7 следовало бы запускать скоординированные программы фискального стимулирования, тогда как в монетарной области большинство центральных банков и так активно стараются стимулировать свои экономики. Банк Японии — один из немногих ЦБ, который может покупать акции на свой баланс, — на фоне нестабильности увеличил объемы покупки акций японских

компаний почти до 1 млрд долларов в день и продолжает выкупать облигации еще большими темпами. ФРС может выкупать только суверенные облигации, но нельзя исключать, что в случае обострения кризиса конгресс США может наделить Федрезерв правами на выкуп коммерческих облигаций и акций для сохранения финансовой стабильности.

— Это ведь достаточно известные методы?

— Да, такие методы не являются чем-то новым. Упомянутый Банк Японии прошел все эти стадии уже достаточно давно. На его примере можно учиться, как следует анализировать последствия совершенных ошибок и действовать на опережение. Или еще один пример: тот же Национальный банк Швейцарии активно покупал акции иностранных компаний в ЗВР.

— А как могли бы выглядеть скоординированные фискальные действия крупнейших стран?

— Глобальной экономике сейчас нужна координация крупнейших стран для преодоления последствий, которые обнажила эпидемия коронавируса. Сейчас, правда, преждевременно утверждать, что такая координация

возможна. Последние годы происходила скорее деглобализация: возникали торговые ограничения, барьеры и так далее. Возведение барьеров для защиты своей экономики при появлении признаков глобального замедления — очевидная мера. Но в более отдаленной перспективе такие меры приводят как раз к усилению замедления мировой экономики. Как следствие, снижается спрос и на товары страны, выстроившей барьеры. Замкнутый круг. Но в такой ситуации могут выиграть страны, которые имеют сильную переговорную позицию, в первую очередь США. По крайней мере, в краткосрочной перспективе. А последствия будут возникать в уже более отдаленной. Здесь было бы полезно как раз снятие торговых ограничений и совместные действия в области программ фискального и монетарного стимулирования, чтобы исключить конкурентную девальвацию валют. Всего несколько лет назад это была очень горячая тема, США предъявляли по этому вопросу серьезные претензии Пекину.

Если проводить совместные действия, то можно перезапустить мировую экономику, придать ей импульс.

— А реально такие действия будут проводиться?

— Говорить об этом преждевременно. Мне кажется, что, пока угроза коронавируса не станет центральной в США, радикальных перемен не случится. Будут реализоваться разве что легкие имиджевые меры, но существенно изменить ситуацию они не могут. Основное бремя стимулирования будут по-прежнему нести центральные банки, которые могут только понижать ставки и увеличивать объемы выкупа государственных облигаций. Но проблема заключается в том, что эти деньги практически не доходят до реальной экономики, особенно в периоды нестабильности на финансовых рынках.

— Насколько актуальны описанные вами тенденции для российского рынка облигаций?

— Российский финансовый рынок в последние несколько лет находится в довольно выгодном положении. Введенные санкции оказали серьезную поддержку российской экономике и заставили наше правительство проводить взвешенную политику, которую так долго ждали. Россия сейчас движется по канадской модели, это хрестоматийный пример того, как страна, по сути, третьего мира превратилась в развитую. У канадцев

Введенные санкции оказали серьезную поддержку российской экономике и заставили наше правительство проводить взвешенную политику, которую так долго ждали.

в свое время тоже имели место дефицит бюджета, высокая инфляция и так далее. Они стали проводить жесткую фискальную политику, добились профицитного бюджета, снизили инфляцию, все это создало условия для роста инвестиционной активности бизнеса. РФ с 2014 года идет по такому же пути. У нас консервативный профицитный бюджет, объем золотовалютных резервов сейчас полностью покрывает все внешние обязательства государства и корпораций и продолжает расти благодаря действию бюджетного правила. Инфляция замедлилась и стабилизировалась на достаточно низких (по историческим меркам) уровнях, мы не ожидаем ее всплеска даже сейчас. На таком макроэкономическом фоне инвестиционная активность, с большой вероятностью, будет расти. Бизнес начнет прогнозировать не на год вперед, а на пять лет и более. Это можно видеть даже по трендам, которые сейчас реализуются на долгом рынке. Раньше экономические агенты занимали на год-два, самые крупные — на три года. Сейчас все больше эмитентов занимают на все более длинные сроки: 5–7–10 лет. Это создает более длинные горизонты планирования со стороны как бизнеса, так и инвесторов.

Ничего этого не было еще несколько лет назад. Но консервативные действия властей привели к тому, что были созданы благоприятные условия для развития бизнеса. Бизнесу надо обеспечить уверенность в завтрашнем дне, стабильные правила игры — в какой-то момент это должно подстегнуть экономический рост.

С другой стороны, в России существует демографическая проблема, она

серьезно тормозит рост. Поэтому не стоит ожидать высоких темпов роста: возможен рост на уровне 1–2%. Мне он кажется более благоприятным для нашей экономики, кстати.

Добавок к перечисленному, в РФ начинается известный электоральный цикл: в это время практически все страны с рыночной экономикой смягчают фискальную политику, что способствует росту доходов населения, а это, в свою очередь, поддерживает темпы экономического роста.

Неожиданный развал сделки ОПЕК+ и падение цен на нефть, очевидно, ухудшат положение дел в нашей экономике, приведут к возникновению небольшого дефицита бюджета, но именно на подобный случай формировалось бюджетное правило, в рамках которого Минфин должен нивелировать данный шок и приступить к продаже валюты на открытом рынке.

— Как вы оцениваете меры, предпринимаемые российскими финансовыми (и не только) властями для развития сегмента МСБ и помощи ему в плане выхода на биржу? Будет ли прирастать сегмент российских облигаций за счет компаний среднего размера?

— Мне сложно оценивать именно эту программу, поскольку все-таки мы как коммерческая организация находимся от нее на большой дистанции. Но любые программы поддержки защищают маленькие и средние компании, тем самым способствуя более быстрому их росту.

Сейчас мы наблюдаем на российском рынке корпоративных облигаций рост выпусков эмитентов «второго-третьего эшелона», при этом они могут занимать под достаточно конкурентную ставку, ниже той, что предлагают банки. Это дает нашей финансовой системе возможность функционировать все лучше, становится реальным посредником между инвесторами и бизнесом, нуждающимся в инвестициях.

Думаю, что со временем эта тенденция будет усиливаться. Экономические ресурсы будут перераспределяться быстрее, эффективнее и поддерживать те сегменты, которые нуждаются в инвестициях. Последнее время в этом смысле очень активны, например, девелоперы.

Стимулирующие монетарные политики привели к тому, что на рынках облигаций наблюдался существенный рост доходностей от инвестиций, в долларовом эквиваленте он составил в среднем 13% в 2019 году. Чистая доходность нашего публичного фонда облигаций составила почти 16%. «Пульные» управляемые стратегии принесли еще большую доходность. Это мы говорим о долларовых инвестициях, о долларовой доходности.

Все это реально имеет место, при том что еврооблигации — инструмент достаточно консервативный, двузначные доходности для него являются скорее исключением.

И мы видим большой потенциал этого рынка. Последняя коррекция выявила небольшие слабости глобальной экономики, сейчас можно найти компании с приемлемым кредитным качеством, облигации которых торгуются с доходностью выше 8% в долларах на периоде 3–5 лет. Если будет идти



дальнейшее смягчение монетарной политики, то такие инвестиции смогут принести существенный доход после стабилизации ситуации с коронавирусной эпидемией.

При этом если говорить о поведении российских компаний на рынке еврооблигаций, то следует заметить, что объем этого рынка особо не увеличивается, поскольку ряд крупных отечественных компаний находится под санкциями, они ограничены в привлечении долларового финансирования. Но ликвидность в российской банковской системе постоянно накапливается — как в долларах, так и в евро. Это приводит к тому, что доходность по многим евро-

облигациям сильно снизилась. В начале года облигации большинства корпоративных эмитентов торговались с доходностью 2–3% на срок до нескольких лет. Это создает уникальную ситуацию, когда крупные заемщики могут заимать дешево: например, компания «Газпром» недавно разместила евробонд на 10 лет под ставку 3,25% в долларах. Это достаточно низкая ставка, она выгодна и заемщику (который получает дешевое фондирование), и инвесторам (которые могут инвестировать в бумаги качественного эмитента на длительный срок). Следует особо акцентировать, что такие сделки особенно интересны иностранным инвесторам, которые

очень ограничены в выборе бумаг, показывающих хоть какую-то вменяемую доходность. Для них 3% — достаточно высокая ставка, при этом риски такого эмитента, как «Газпром», невелики. Поэтому основными инвесторами в подобных размещениях выступают преимущественно нерезиденты. А в размещениях более мелких эмитентов больше активности проявляют российские инвесторы.

Но доходность в российском сегменте еврооблигаций все равно находится в районе исторических минимумов. Наши эмитенты пользуются такой благоприятной конъюнктурой и привлекают деньги на хороших условиях.

— Какие тренды вы прогнозируете в сегментах российского рынка облигаций: суверенных, корпоративных? И вы сказали, что инвесторы будут искать доходности — где же именно?

— Суверенный российский долг за последнее время также снизился в цене, доходности по нему выросли, особенно в сегменте рублевого долга, который подвергся оттоку капитала на фоне коронавируса и развала сделки ОПЕК+. Это общая тенденция для всех стран. При этом в условиях глобальной мягкой монетарной политики наш рынок все равно идет к тому, что доходности ОФЗ будут снижаться. Конечно же, сейчас наблюдается обратная ситуация, и инвесторы уходят от риска, но общий глобальный тренд на снижение остается в силе.

Таким образом, доходность по длинным рублевым ОФЗ, скорее всего, с каждым годом будет периодически обновлять исторические минимумы — в силу вполне объективных процессов, которые происходят и в нашей экономике, и в мировой. В нашей экономике — в первую очередь, за счет замедления инфляции.

Поскольку в России доходности снизились уже довольно давно, «Альфа-Капитал» достаточно активно работает на зарубежных рынках. Мы, конечно, воспринимаем рынок российских еврооблигаций как один из ключевых для нас. Но по объемам он не является самым крупным. Мы активно работаем на рынках Мексики, других стран Латинской Америки, Турции — ищем там компании, имеющие хорошие драйверы для роста, которые могут привести к снижению доходности эмитированных ими бумаг (обычно это связано с какими-то событиями внутри компаний). Все это в контексте глобальных трендов.

Поскольку доходности в мире снижаются, то инвесторы идут в сегмент еврооблигаций на развивающихся рынках, где имеются какие-то неэффек-

тивности. В последние годы зоны аналитического покрытия развивающихся рынков глобальными финансовыми институтами сильно сжались. Многие банки сократили штаты аналитиков, трейдеров и портфельных управляющих, специализировавшихся на этих зонах. Результатом стало появление неэффективностей на этих рынках. Если, например, наблюдается нестабильность на финансовом рынке Мексики, то мы в качестве российского инвестора и какой-нибудь условный европейский инвестор находимся относительно этой нестабильности на одной и той же позиции: аналитического покрытия нет ни у нас, ни у них. «Альфа-Капитал» за последнее время сильно развивал свою кредитную экспертизу на различных рынках, в том числе развивающихся. Это позволило нам в последние несколько лет показывать очень хорошие результаты. Мы активно ребалансируем капитал между рынками разных стран, в 2018 году пережили пять крупных кризисов в различных странах (один из них был российским, после введения санкций в отношении компании «РусАл»). Из всех этих кризисов мы вышли достаточно хорошо, при этом везде нарастили экспертизу. Когда мы видим инвестиционные возможности, то наш капитал легко перетекает из страны в страну.

Сейчас многие рынки, которые еще недавно сильно росли, вошли в зону коррекции. В частности, первым через коррекцию прошел турецкий рынок, который до 2020 года хорошо рос, но теперь мы очень сильно сократили экспозицию на него, хотя одновременно текущая коррекция создает возможности для увеличения позиций по мере стабилизации ситуации в мире. Но нам нравятся и другие развивающиеся рынки, в частности, Мексика. Мы всегда рады реализовать идею на любом развитом рынке, если там появляется какой-либо фактор для роста. Неважно, развивающийся это рынок или зрелый. За последние месяцы, на фоне коронави

русских волнений, основные доходности нам принесли инвестиции на рынках именно развитых стран. В частности, хорошо выросли цены на американском рынке облигаций.

Так что нет оснований утверждать, что «Альфа-Капитал» инвестирует только в развивающиеся рынки: мы гибкие и идем за доходностью туда, где она имеется. Но, поскольку за 27 лет мы прошли через ряд кризисов, то понимаем: диверсификация — это не пустое слово. При этом думать о ней на рынке еврооблигаций могут только достаточно крупные инвесторы. Частный инвестор не может самостоятельно диверсифицироваться в необходимой степени, поскольку вход на рынок еврооблигаций достаточно высок. Для того чтобы составить относительно диверсифицированный портфель еврооблигаций, ему нужно иметь хотя бы 5–10 млн долл.

— Всего-то? Жалкие пять лямов, неужели у простого русского инвестора их нет...

— Гм. Ну да, такая высокая планка действительно серьезно ограничивает круг потенциальных инвесторов. Именно поэтому сейчас мы как управляющая компания предлагаем пульные управляемые стратегии — и наблюдаем рост интереса к ним. Мы используем для хранения еврооблигаций структуру НРД и создаем для российского инвестора возможность дробить лоты по многим облигациям в портфелях, вплоть до пороговых значений в 1 тысячу долл. В этом формате, обладая суммой не менее 250 тысяч долларов, инвестор может составить реально диверсифицированный портфель еврооблигаций: из 30 и более бумаг, с экспозицией на большое число стран. Причем этот портфель можно активно ребалансировать. Это создает уникальную ситуацию, когда, обладая суммой в 250 тысяч долларов, частный инвестор может составить портфель, похожий по характеристикам на портфель институционального инвестора. Портфель, который раньше был доступен лишь

клиенту крупного хедж-фонда. Это приводит к тому, что инвестиции наших клиентов становятся более защищенными и при этом они зарабатывают гораздо больше, чем если бы разместили деньги в западных банках. Результаты наших публичных фондов еврооблигаций — одни из лучших в России. Можно сравнивать их и с результатами глобальных фондов: во многих случаях счет будет в нашу пользу. Так получилось потому, что мы смогли соединить успехи развития российской инфраструктуры финансового рынка и опыт компании «Альфа-Капитал» в управлении капиталом.

— То есть сейчас самое время инвестировать?

— Таких конкретных рекомендаций я бы давать все-таки не стал. Но можно с уверенностью утверждать, что неизбежным ответом на коронавирусную угрозу станет увеличение монетарных и фискальных стимулов в условиях стабильно низкой инфляции. Это означает, что доходность облигаций в конечном счете будет снижаться. Такое время идеально для инвестиций в облигации, поскольку инвестор может получить опережающий рост своего капитала.

Объем депозитов российского населения сейчас составляет около 30 трлн рублей. Но мы видим серьезный приток инвестиций в открытые фонды и думаем, что он усилится на фоне низких ставок по депозитам. Снижение ставок по депозитам будет и дальше вытеснять инвесторов в более доходные инструменты.

— Но тренд на переток из депозитов в ценные бумаги вроде бы уже вполне отчетлив?

— Да, но пока главным образом как направление движения. Сами объемы инвестиций в фондовый рынок пока невелики сравнительно с объемами депозитов. Переток пока измеряется десятками миллиардов рублей, а возможно увеличение до сотен миллиардов. Такой объем, если он случится, способен уже вполне серьезно менять структуру

рынка. Возможно, в ближайшем будущем локальные инвесторы смогут стать основными покупателями российских акций. Таким путем шел рынок Польши. Когда в локальные акции стали инвестировать польские пенсионные фонды, цены на польском фондовом рынке сильно выросли и сейчас торгуются по мультипликаторам на уровне американских компаний. И даже дороже.

Думаю, российский рынок находится сейчас на пороге серьезных изменений. Будет меняться база инвесторов, локальные инвесторы будут играть все более серьезную роль. И это будет радикально менять ландшафт — и на рынке управления капиталом, и на рынке коллективных инвестиций. В экономике появятся «длинные деньги».

— Будет ли Банк России снижать ставку, когда утрясется ситуация с ценой нефти?

— Текущая ситуация создает неопределенность, так что вариантов ответа может быть несколько. При прочих равных, регулятор должен взять некоторую паузу. При складывающихся условиях он скорее даже должен поднять ставку. Но! Прочие центробанки ставки явно будут снижать. Это создаст условия для понижения ключевой ставки также и Банку России. Факторы действуют пока что разнонаправленно. Но мне кажется неизбежным, что по мере исчерпания шока от коронавирусной эпидемии в мире мы увидим более низкую ключевую ставку.

И вот этот тренд на понижение ставки в будущем — он даже более важен для инвесторов, чем конкретное значение ставки здесь и сейчас.

— Можно ли ждать положительного эффекта от запуска нацпроектов?

— Влияние национальных проектов на экономику мы оцениваем положительно. Идея правильна и логична. Эффект распространится на всю экономику, может запустить многие инвестиционные процессы. Вопрос лишь в том, с какими трудностями столкнется процесс реализации проектов. Деньги — не

единственное, что потребует от государства. Очень важным будет качество практических решений: менеджерских, кадровых и так далее.

Коронавирус еще не ушел с повестки дня, он генерирует серьезные риски и может существенно изменить прогнозы, скорректировать множество планов. Очень важно, как повлияет вирус на экономику США. Сейчас инвесторы не понимают, как будут развиваться события. А на неопределенность инвесторы всегда реагируют очень нервно и серьезно.

— Доктор Нассим Талеб учит, что «черный лебедь» всегда прилетает внезапно. Но ожидает ли вы прилета каких-то более предсказуемых птиц?

— Ожидаемые кризисы не оказывают такого разрушительного влияния, как внезапные. Более того. Кризисы, пережитые на глобальных рынках, нас многому научили. Мы стали понимать, когда надо покупать активы; когда надо их продавать, даже если они дешевеют. Сложно получить такой опыт, инвестируя только в российские активы. Кризисы последних лет в других странах позволили нам сильно улучшить свою экспертизу.

Теперь мы ощущаем возможность и опасности многих рынков буквально на кончиках пальцев. Профиль рисков в каждой стране свой; факторы влияния, определяющие цены активов, в каждой стране свои. Очень важно понимать специфику каждой страны и общаться там с людьми, действующими в разных нишах. Это могут быть инвестбанкиры; это могут быть деловые и финансовые журналисты; это могут быть промышленники.

Главный принцип — диверсификация, диверсификация и еще раз диверсификация. Такой подход позволяет устойчиво преодолеть значительную часть кризисов. ■

Дистрибутировать качество

В НАУФОР состоялся круглый стол, посвященный проблемам развития российской индустрии коллективных инвестиций

Фотографии Павел Перов

Алексей Антониук (генеральный директор ЗАО «Газпромбанк – Управление активами», вице-президент Газпромбанка); Эдвард Голосов (заместитель президента-председателя правления ФГ «БКС» по инвестиционному и страховому бизнесу); Ирина Кривошеева (генеральный директор УК «Альфа-Капитал»); Виктория Латкина (директор по развитию бизнеса с институциональными клиентами Московской Биржи); Екатерина Черных (директор по бизнесу компании «Сбербанк Управление Активами»).

Модератор — Илья Ванин (вице-президент НАУФОР).

Илья Ванин. Добрый день, коллеги. Рад всех видеть на круглом столе, который посвящен обсуждению состояния и проблем отечественной индустрии коллективных инвестиций. Для начала хотелось бы традиционно обсудить, как сейчас обстоят дела в ваших компаниях, каковы бизнес-итоги 2019 года (наверняка основная статистика за этот период уже появилась)? И, если посчитаете

возможным, то скажите немного также об ожиданиях на текущий год.

Екатерина Черных. Для УК «Сбербанк Управление Активами» год закончился очень хорошо. Мы, как известно, специализируемся на розничных фондах. И вот, все наши фонды — и открытые, и закрытые — показали в 2019 году хорошие результаты. Часть ПИФов превысила плановые показатели, были установлены очередные рекорды. Активы закрытых паевых инвестиционных фондов, инвестирующих в недвижимость, по итогам года достигли 28,8 млрд рублей, увеличившись на 70% (16,9 млрд в 2018 году). Пайщики, инвестировавшие в недвижимость, получили 2,3 млрд рублей инвестиционного дохода. Кроме того, в сегменте закрытых ПИФов установлен абсолютный рекорд: розничные инвесторы вложили в 2019 году в наши закрытые фонды 15 млрд рублей (втрое больше, чем годом ранее — 4,3 млрд рублей).

Самый большой розничный фонд для квалифицированных инвесторов привлек 19 млрд рублей.



В текущем году этот фонд совершил первую сделку в новом сегменте: купил объект, строительство которого финансировалось кредитными деньгами (в залог пошел только объект, без иных обязательств). Планы на 2020 год еще более амбициозные.

Эдвард Голосов. Мы все должны быть благодарны рынку: конъюнктура была хорошая. Поэтому мы смогли показать своим инвесторам хорошие доходности. Будем надеяться, что это тренд продолжится.

Если говорить об успехах, то порадовали наши валютные ПИФы («БКС Международные Облигации», «БКС Российские Еврооблигации»): они

стали очень популярны у инвесторов. Кроме того, мы завершили сделку по поглощению УК «Уралсиб», сейчас работаем над интеграцией, оптимизацией продуктовых линеек, строим планы дальнейшего сотрудничества с банком «Уралсиб».

Ирина Кривошеева. Считаю, что 2019 год войдет в историю развития российской индустрии коллективных инвестиций как один из самых ярких за последние 30 лет. В этом году имело место уникальное сочетание факторов: рост рынка акций на 29%, рекордное снижение ставок по депозитам. Поэтому нашел переток средств с депозитов в инструменты фондового рынка.

Если говорить об успехах конкретно нашей компании, то мы закрепили лидерскую позицию в сегменте индивидуального ДУ и продолжили развитие розницы, в том числе, развитие онлайн-каналов продаж. Гордимся, что у нас сейчас 115 тысяч уникальных розничных клиентов и 5,5 тысяч состоятельных (сумма активов свыше 1 млн долларов). Рост шел по многим направлениям: удвоилось количество онлайн-клиентов, общие активы под управлением превысили отметку 440 млрд рублей. Мы уже можем сравнивать себя с крупными коммерческими банками по параметру объема клиентских активов против средств на депозитах

физических лиц. Вполне неплохо сможем сравнительно с такими серьезными игроками, как Райффайзенбанк, Тинькофф, Совкомбанк, Почта-банк. Считаю этот тренд правильным: крупнейшие УК должны быть даже больше, чем крупнейшие коммерческие банки страны.

Так что, если судить по результатам, то в прошлом году «Альфа-Капитал» делал важные шаги в правильном направлении.

Алексей Антонюк. Коллеги исчерпывающего описали ситуацию. Мне остается только подтвердить названные ими тенденции. Конечно, вызывает легкое беспокойство, что 2019 был слишком уж хорош. Не факт, что 2020 будет столь же хорошим: что рынки снова вырастут, а ставки упадут.

Говоря о том, куда шагнула индустрия коллективных инвестиций, считаю, что по итогу 2019 года она реально стала существенным элементом финансовой системы страны. Еще лет 5 назад бизнес управления активами имел совсем другие масштабы, многие его параметры смахивали на статистическую погрешность. Сейчас масштаб индустрии вырос существенно, это радует. Конечно, видна тенденция на концентрацию рынка: крупные игроки становятся еще крупнее, а мелкие не растут. Рынок управления активами, по сути, приходит к тому же формату, который некоторое количество лет назад сложился в банковском секторе. Есть первые 10 крупных игроков — и есть все остальные.

Екатерина Черных. Хорошо, если десять. **Илья Ванин.** Это хорошо или плохо? Лично я считаю, что концентрация, безусловно, идет. Но для реальной конкуренции игроков на рынке вполне достаточно. И десять, и даже пять участников — это количество, достаточное для развития рынка. Но в концентрации есть еще тот плюс, что крупные участни-

ки имеют ресурсы для финансирования новых технологий. Они могут инвестировать в программное обеспечение, в продукты и так далее.

Минус ситуации заключается в том, что, когда растет концентрация, то вместе с ней растет и доля ответственности каждого участника — в плане последствий, которые могут оказывать его действия на индустрию в целом.

Очевидно, что регулятор это тоже понимает. Важно, чтобы ответственности не стало больше, чем это необходимо. Об этом надо думать.

Ирина Кривошеева. Нам концентрация не кажется безусловным благом: конкуренция должна быть разнонаправленной. В индустрии фактически не стало компаний, которые специализируются на работе в одной уникальной нише. У каких-то небольших групп клиентов могут наличествовать особенные потребности. Позволить себе очень хорошо эти потребности прорабатывать — могли бы именно средние участники рынка. У нас же из-за постоянного укрупнения управляющие становятся все более и более универсальными. Тем самым они теряют возможность быть сильными нишевыми игроками, что не совсем правильно.

Эдвард Голосов. Если консолидация происходит, то это ни хорошо, ни плохо: это просто факт жизни. Как дождь или снег. Согласен с Ириной, что более правильно ставить вопрос о том, оставляет ли консолидация возможности для появления новых компаний. Имеют ли новые игроки возможность входить на рынок и развивать на нем новые виды бизнеса, новые виды сервисов, инструментов и так далее. Работать в еще не занятых нишах. Если такая возможность не исчезает, то сама по себе концентрация — не проблема.

Но мы поддерживаем необходимость притока свежих идей.

Екатерина Черных. В 2019 году были, наконец, приняты изменения в 156 ФЗ, которые дают индустрии огромный толчок. В частности, те изменения, которые касаются фондов для квалифицированных инвесторов — отмена типовых правил, возможность выхода из фонда через получение имущества — дают возможности для развития небольших и средних компаний. Финансовые холдинги сейчас занимают основной объем рынка, больше 90%. Кэптивная компания и сама, как правило, принадлежит одному пайщику, и все ее активы принадлежат ему же. В этом случае контролировать действия УК (если она, скажем, решила закрыть фонд и продать активы), мягко говоря, сложно. Вступившие в силу изменения в 156 ФЗ позволяют работать, в том числе, небольшим рыночным компаниям (нередко региональным). Риск потери активов ушел, из фонда можно забрать свое имущество, можно написать такой договор доверительного управления, в котором задействованы три участника — спецдеп, УК и пайщик (это не типовые правила). Одним словом, договор можно сформировать в точном соответствии с задачами.

Вообще с вступлением в силу 156 ФЗ произошло много изменений, все они очень полезные. Они, в частности, открывают возможности для небольших рыночных компаний.

Илья Ванин. Когда участники отмечали, что 2019 год получился успешным, то говорили, что это было вызвано успехом роста рынка, переходом средств из депозитов в инвестиционные продукты. Хотелось бы также, чтобы вы подсвечивали, насколько существенный вклад внесли в этот рост новые каналы продаж. Ведь управляющие инвестировали в новые каналы приличные ресурсы, развивали технологии. Пошла ли теперь отдача — или она пока ниже, чем ожида-

лось? И упор приходится делать больше на работу с партнерскими сетями?

Насколько успешно привлекались клиенты именно через новые технологии?

Ирина Кривошеева. Около 70% уникальных клиентов приходит к нам через онлайн-каналы, при этом их средний счет растет. Раньше средний размер счета составлял 50 тысяч рублей, сейчас — находится на уровне примерно 65 тысяч. Это клиенты, которые ни разу не приходили в офис — они скачали мобильное приложение и через него купили паи наших фондов.

При этом, конечно, с точки зрения объема привлекаемых активов основными каналами все равно остаются взаимодействие с банками-партнерами, а также собственные продажи, которые мы себе позволяем развивать. Собственные продажи ориентированы на другой целевой сегмент, на высоко состоятельных частных инвесторов. Партнерские каналы работают, прежде всего, в сегменте средней розницы. Относительно крупному клиенту при решении об инвестициях пока по-прежнему нужно общение с менеджером. Небольшие клиенты открывают счета и инвестируют тестовые суммы онлайн — это тенденция последних двух-трех лет, она правильная.

Илья Ванин. Эдвард, а что происходит с новыми каналами в финансовой группе «БКС»?

Эдвард Голосов. Если говорить о цифровых каналах, то я верю, что они будут развиваться. Наш небольшой опыт продажи инвестиционных активов говорит о том, что все-таки когда происходит первая покупка такого продукта (прежде клиент всегда имел исключительно депозит), то такого человека сложно завести через онлайн канал. Когда инвестирование совершается в первый раз, когда решается вопрос об использовании новых инстру-





ментов, прежде не использовавшихся. Люди все-таки в этой ситуации хотят вначале поговорить с финансовым советником. А вот дальнейшие покупки идут уже легче, там роль онлайн-каналов повышается.

Поэтому мы все больше приходим к выводу, что правильна гибридная модель. Первое общение может проходить с участием финансового советника либо продавца. А в дальнейшем клиент готов работать и более самостоятельно. Особенно молодое поколение, которое очень охотно использует гаджеты и живет в онлайн.

Думаю, рынок все еще ищет оптимальную модель. Но все, думаю, согласится с тем, что роль онлайн-каналов будет повышаться.

Екатерина Черных. Для продажи через онлайн-каналы важно, чтобы продукт был типовым, стандартизированным. Нужно, чтобы такого продукта было много на рынке, чтобы его дистрибутировала большое количество компаний, а клиент имел возможность в режиме онлайн сравнивать между собой достаточно много продуктов разных компаний, изучать историю компании, вообще получать и перерабатывать большое количество информационного материала. В такой среде можно начинать с тестовых покупок и постепенно развивать это направление инвестирования. Но если нет большого продуктового выбора, нет широкого рынка с большим предложением, то ситуация иная.

Вот в Европе и Америке в сегменте real estate investment trust существует огромное предложение. Предлагать этот продукт начинают уже в аэропорту, суют буклеты, каталоги, приглашают зайти на информационные ресурсы. Но когда такого широкого предложения нет, то без продаж через офисы просто не обойтись.

Алексей Антонюк. Все верно сказано. Единственно что добавил бы: конку-

ренция на рынке — это давление на косты. Продажи в офисе всегда дороже, чем продажи онлайн, особенно учитывая, что онлайн-технологии постоянно совершенствуются. И с точки зрения акционера компания, которая имеет большую собственную клиентскую базу, тем самым имеет более высокую акционерную стоимость, сравнительно с компанией, которая использует офлайн базу клиентов и партнерский канал продаж. А партнер сегодня есть, а завтра нет.

Пока такие опасности грозят нам разве что теоретически: все УК входят в состав групп или принадлежат крупным владельцам. Тем не менее в плане развития управляющие рано или поздно начнут конкурировать с банками. Сейчас они конкурируют за продукт, а наступит время, когда будут конкурировать на стороне банковских активов. И борьба станет интересной. Потому что Базель ужесточает требование к банкам — по капиталу, по кредитованию и так далее. К фондам требования тоже предъявляются, но не такие жесткие. И риски там несет не УК, а инвесторы фонда. Поэтому вопрос постепенного транзита активов из банковской системы в сторону управляющих неизбежен. И чем жестче будет становиться банковское регулирование, тем больше возможностей будет получать управляющие.

Возвращаясь к результатам прошлого года, могу рассказать, что мы сделали интересный пилотный проект: выкупили у головного банка крупный кредит, упаковали его в ЗПИФ и распродали пайщикам (они являются, главным образом, состоятельными частными инвесторами). Минимальный вход сделали 5 млн рублей, фонд долларовый, кредит долларовый, длина 7 лет, доходность с хорошей премией к текущему рынку — приблизительно 6% в долларах, доход платится поквартально.

Банк был не очень счастлив отдать этот кредит (дружный смех), но мы объяснили, что освободится капитал, который надо было бы под этот кредит резервировать. Короче, договорились. Это был пилотный проект, он показал, что такой формат работает. Такие сделки на самом деле только начинают делаться.

С заемщиком тоже было непросто договориться. Поскольку в первом случае он занимал у «Газпромбанка», а во втором случае было непонятно, в чьих руках окажутся доли его долга. В конечном счете мы нашли компромисс: заемщик тоже стал пайщиком, мы подстроили под него систему принятия решений. Ну и, помимо прочего, раскрыли заемщику полностью все условия.

Делали этот проект полтора года, потратили много времени и сил, но поняли, что механизм работает. Не все получилось просто, однако нюансы были выявлены, проанализированы и побеждены. Теперь мы понимаем, как делать сделки такого типа. Возможно, захотим их масштабировать.

Пытаемся подсвечивать коллегам, которые занимаются кредитами, что для них это уникальная возможность перевести значительную часть процентного риска в комиссионную маржу. Потому что организовывать размещение и брать деньги в целом гораздо эффективнее, чем просто выдать кредит, нести по нему все кредитные риски, платить за капитал и так далее.

Так что, когда Банк России ужесточает требования по рискам банков, я, с одной стороны, сочувствую коллегам. Но, с другой стороны, радостно потираю руки.

Потому что понимаю: через несколько лет проекты такого типа будет массово взлетать.

Ирина Кривошеева. Прошлый год внес существенный вклад в обеле-

ние закрытых ПИФов как продукта. Мы продвигаем ЗПИФы в формате персональных фондов, у нас таких больше 25, в прошлом году были сформированы новые. Мы называем их российскими трастами, привлекаем состоятельных клиентов, которые перекладывают в персональные фонды и портфели ценных бумаг, и объекты недвижимости.

Структурирование активов — еще одна новая тема. У ЗПИФов очень большое будущее, именно в плане возможностей для развития бизнеса.

Илья Ванин. Отчасти такие возможности, возможно, стали результатом того, что Банк России проводил хотя и жесткую, но полезную политику. Регулятор убирал с рынка не вполне добросовестных игроков, количество УК сократилось почти в 2 раза. Но отчасти эта чистка заложила фундамент той перезагрузки, которую мы наблюдаем.

Прорабатываются вопросы выдачи паев через биржевые механизмы и прочие меры для облегчения выхода розничных инвесторов на рынок. **Эдвард Голосов.** Пример, который привел Алексей, очень важен. ЗПИФ — очень перспективная форма. Нашему рынку не хватает инструментов для мезонинного кредитования. Есть акции, есть облигации, эти два рынка хорошо развиты. А для новых бизнесов, для стартапов, для новых предприятий и/или проектов иногда бывает нужно организовать мезонинное финансирование. Банковское прямое финансирование с баланса очень дорогое. Или оно может быть не очень удобным, поскольку банки сразу включают определенные требования к заемщику. Во всем мире в развитых экономиках существуют группы частных инвесторов, которые могут объединяться, чтобы делать бридж-финансирование. У закрытых



ПИФов есть возможность занять именно эту нишу — мезонинного финансирования.

Алексей Антонюк. Это очевидно. Если смотреть на вещи трезво, то ясно, что акциями/облигациями все игроки торгуют примерно одинаково. И сам продукт у всех есть, и результаты на длинном горизонте у всех примерно одинаковы. А вот нестандартные продукты — например, фонды недвижимости (да и то не любые), секьюритизированные разными способами прямые инвестиции и тому подобное — могут отличаться достаточно явно. Если публичный рынок дает разницу в 2–3%, то очевидно, что на нем инструменты, которые дают премию хотя бы в 200–300 процентных пункта, будут востребованы инвесторами. Вот я рассказал о нашем фонде, в котором инвесторы покупали доли кредита. Мы закончили готовить эту сделку в октябре 2019, а уже перед Новым годом продали последний пай. Все раскупили за полтора месяца, при том, что особенного маркетинга не было, а объем большой — несколько миллиардов рублей. Я даже не ожидал, что на эту сделку будет столько аппетита. Хотя, конечно, в этот момент ставки по депозитам продолжали падать, это помогло. В более стабильной ситуации собрать такую сделку все-таки было бы сложнее.

Огромное количество банковских активов будет открывать возможности для секьюритизации такого рода. Просто чтобы все делать успешно, управляющему надо иметь хорошую экспертизу и лояльную клиентскую базу.

Ирина Кривошеева. Мы, помимо этого, с интересом смотрим и на возможности других рынков. У нас более 50% активов клиентов инвестировано в иностранные ценные бумаги. Сейчас уже в портфелях бумаги более 4 тысяч эмитентов.

Алексей Антонюк. Это направление мы тоже развиваем: сделали интервальный фонд для квалифицированных инвесторов на иностранные облигации...

Ирина Кривошеева. Нет, я говорю преимущественно о работе в формате доверительного управления: там возможностей просто море.

Алексей Антонюк. Нашей компании просто удобнее работать в формате фондов, хотя направления те же. Просто проблема в том, что такие продукты (иностраные ценные бумаги) тоже имеются у многих игроков.

В любом случае, главным остается качественное управление: и российскими инструментами, и иностранными.

Ирина Кривошеева. На рынке есть место всему: и экологическим инвестициям, и социально ответственным инвестициям. Разным формам, разным подходам. Можно даже работать с тем, в какой именно форме клиенту комфортно получать информацию и отчетность. Можно работать даже с эмоциями, бихевиористику никто не отменял.

Так что каждый ищет свой путь.

Илья Ванин. Спасибо. Получилась очень комфортная подводка к следующему вопросу. Предлагаю поговорить о конкуренции между продуктами. Насколько остро конкурируют, например, продукты разных компаний внутри одной общей группы (брокерские продукты, ИСЖ). Существует ли внутренняя конкуренция — или рынок пока еще достаточно широк, и всем хватает ресурсов?

Алексей Антонюк. Попробую ответить. В сегменте бизнеса с физическими лицами мы как управляющая компания никакой конкуренции со стороны коллег не ощущаем. Конкуренция имеется скорее в сегменте работы с институциональными клиентами: пенсионные фонды, эндаументы и так далее.

Что касается конкуренции внутри собственной экосистемы. Безусловно, в сегменте ритейла у управляющих компаний достаточно высока конкуренция с брокерскими подразделениями. Вы будете смеяться, но на полке Газпромбанка стоят ИИС и от УК, и от брокера. Во фронт-офисе не понимают, в чем между ними разница. И вот идет какая-то местечковая борьба управляющего с нашим же брокером, внутри той же группы. Спасает то, что у брокера в сегменте розницы ИИС является основным продуктом, а у нас он — лишь один из многих. Тем не менее, внутренняя конкуренция есть.

Есть конкуренция также и в сегменте продаж ИСЖ. Основная вредность этого продукта заключается в том, что производитель платит за него продавцу такую высокую комиссию, к которой управляющий не может даже приблизиться.

Что касается конкуренции между своими продуктами, тут мы на ситуацию смотрим так: конкуренцию между фондами не акцентируем. Управляющему все равно, куда придет инвестор, в ПИФ акций или ПИФ облигаций. Мы также не выделяем конкуренцию между ПИФом и индивидуальным инвестсчетом: физлицо в отделении банка может купить хоть тот продукт, хоть этот. Комиссии по ним мы делаем примерно одинаковыми. Существенная конкуренция существует лишь в сегменте продуктов для состоятельных частных клиентов. Здесь конкуренция есть. С одной стороны, этот клиент очень привередлив. С другой стороны, у продуктов для него маржинальность очень разная. Те комиссии, которые можно получать на альтернативных инвестициях, невозможно получать на облигациях. Просто потому, что доходность базовых активов несопоставима. Поэтому здесь действительно идет конкуренция

за ресурсы. Поскольку если клиенты получают продукты только на базе облигаций, это будет не самым разумным решением.

Ирина Кривошеева. В контексте обсуждения ИСЖ, возможно, следует говорить о законодательном исключении арбитража между разными продуктами. Ну и требования к раскрытию информации должны быть одинаковыми.

Алексей Антонюк. В контексте ИСЖ радует одно: падающие процентные ставки меняют возможности выплат банкам-агентам.

Эдвард Голосов. Не должно быть мисселинга, не должно быть арбитража. Поле для конкуренции должно быть ровным.

Наш опыт, если коротко, состоит в том, что, если продажи организованы правильно и продуктовый провайдер хорошо понимает плюсы и минусы каждого продукта, то конкуренции не возникает.

Мы верим в портфельный подход. Есть существенная разница между инструментами: разные инструменты позволяют достичь разных целей. Поэтому, когда портфели делаются под конкретного клиента, или под конкретную группу клиентов, всегда есть место для любых продуктов. Важно правильно найти конкретное место для конкретного продукта.

Надеюсь, что через несколько лет мы уйдем от дистрибуторов, которые продают только один продукт. Допустим, продают только ИСЖ. Наоборот, стандартной моделью станет предложение нескольких продуктов. Когда клиент имеет возможность купить как портфель, так и один продукт, — но именно тот, который ему подходит.

Екатерина Черных. Хотела поддержать тему портфелей. В 2019 году мы делали пилотный проект — персональный финансовый план для мас-





сового розничного клиента. Акцент ставится на цели клиента. Если клиент сформировал цели правильно, то в портфеле находится место всем продуктам, в зависимости от риск-профиля, от задач клиента. Этот подход мы активно развиваем. Каждый продукт получает свои риск-рейтинги и занимает место в персональном финансовом плане по требованию клиента. Арбитраж между ИИСами и между ИСЖ сейчас присутствует. Но возможность ориентировать клиента, исходя из задач его личного финансового плана, меняет ситуацию.

Такая модель, когда просто положил деньги на депозит — просто взял их оттуда, перестает устраивать людей. Возникает вопрос: точно ли нужен именно депозит. Возникает возможность точно подобрать инструмент под конкретную цель. Думаю, сейчас все крупные игроки будут ставить акцент именно на таком подходе. И это решит задачу повышения финансовой грамотности населения, в том числе.

Качественные изменения станут заметны, думаю, года через два-три. **Илья Ванин.** Тогда следующий вопрос. Оценивая потребности клиентов на протяжении последнего времени, чувствуете ли вы смещение интереса к целевому накоплению через продукты доверительного управления и коллективных инвестиций? Готовы ли клиенты формировать долгосрочные целевые накопления?

Ирина Кривошеева. Мы очень верим в тему долгосрочных инвестиций, активно ее продвигаем. И уже начинаем видеть отклик. Скажем, часть наших клиентов пользуется опцией автоматического перечисления определенной суммы со своей зарплаты на инвестиционный счет. Сейчас таких клиентов — 5 тысяч, а средняя сумма составляет 5 тысяч рублей ежемесячно.

Увеличился и срок нахождения клиента в фонде, сейчас это 5,2 года. Растет доля состоятельных инвесторов, которые работают с нами в формате доверительного управления 7 лет и дольше.

В этом контексте мне кажется важным упомянуть о вопросах, которые еще не решены окончательно. Действительно, после того, как были приняты поправки в 156 ФЗ, у нас появилась возможность формировать фонды с выплатой дивидендов и купонов, однако многое здесь зависит от состояния нормативной базы. Хочется понимать, когда Банк России как регулятор полностью подготовит корпус соответствующих нормативных актов.

В плане развития рынка, в плане появления на нем длинных денег нам кажется крайне важным, чтобы клиент, однажды вложив средства, дальше имел возможность жить за счет возникающего от этих инвестиций потока рентных платежей, не совершая дополнительных ненужных транзакций. Просили бы и департамент коллективных инвестиций Банка России, и НАУФОР сделать приоритетной именно эту задачу: чтобы на российском финансовом рынке стало возможно создавать фонды с дивидендными и купонными выплатами.

В сегменте индивидуального доверительного управления тоже растет количество клиентов, которые живут на купонный доход. Для них мы уже начали реализовать стратегию автокупона. Формируем портфели, исходя именно из потребности обеспечить клиенту комфортную возможность регулярно получать такого рода выплаты.

То есть в целом мы уже приходим к тому, что клиенты остаются с компанией долго и готовы жить на доходы от инвестиций.

Екатерина Черных. Наша компания в прошлом году продлила еще на 5 лет

срок действия пятилетнего фонда недвижимости, он имел 1 тысячу пайщиков. Нас удивила активность пайщиков: из фонда вышло всего 4%. Причины, конечно, понятны: доходность фонда составляла 12% годовых, на рынке сейчас таких доходностей нет. Тем не менее.

Илья Ванин. По такой ставке многие, думаю, захотели бы остаться.

Екатерина Черных. Уже после собрания пайщики спрашивали менеджмент УК, почему фонд продляется лишь на 5 лет, а не на 10. Конечно, сейчас управляющим реально очень помогает ситуация на рынке депозитов. Причем не только низкие значения ставок, но и то, что условия по коротким депозитам лучше, чем по длинным. Поэтому люди просто вынуждены искать другие возможности сбережения, смотреть на другие финансовые продукты.

Для наших клиентов прямо-таки на глазах становится актуальной еще одна важная тема — передача наследства. Люди, которые заработали деньги в 90-х, в 2000-х, сейчас уже начинают стареть и задумываться о передаче имущества. Запрос на долгосрочные ЗПИФы совершенно очевидно связан с тем, что у достаточно большого числа состоятельных людей возникают задачи структурирования активов и их передачи наследникам. Таких людей сейчас становится все больше.

Ирина Кривошеева. Срочность договоров создает определенную проблему. Сейчас у всех управляющих начинает возникать запрос еще на одну опцию — нужна автопродлонгация нахождения в фонде. Необходимо предусмотреть такую возможность на уровне законодательного регулирования.

Екатерина Черных. Насколько понимаю, наш уважаемый регулятор услышал и поддерживает эту потребность. Со своей

стороны, мы тоже приложим все усилия к тому, чтобы внести в 156 ФЗ необходимые изменения.

Если в текущем году соответствующие поправки будут внесены для парламентских слушаний в первом чтении, то есть шанс, что уже в следующем году появится соответствующее регулирование. Которое, в свою очередь, даст возможности для дальнейшего роста.

Собственно, я бы сейчас озвучила весь список наших инициатив по ЗПИФам. Мы считаем, что управляющим нужны следующие возможности:

- возможность объединения нескольких фондов под одной управляющей компанией;
- возможность переквалификации: с фонда для квалинвесторов на фонд для неквалинвесторов — и обратно;
- возможность выделения разных классов активов;
- возможность фондам для квалифицированных инвесторов относить затраты, штрафы и пени на счет имущества фонда.

Эти основные инициативы были услышаны Банком России. Сейчас мы со своей стороны будем активно продвигать соответствующие изменения, чтобы они были введены в 156 ФЗ.

Далее, мы полагаем, что закрытым паевым инвестфондам важно дать возможность привлечения денег через эмиссию (и первичную, и вторичную) на бирже. Это расширит географию пайщиков. Управляющая компания зачастую не имеет возможности присутствовать везде. Возможность купить паи ПИФа на брокерский счет, работая через уважаемый брокерский дом — полезная опция для всего рынка.

Илья Ванин. Тут есть одно концептуальное противоречие. Уважаемым брокерским домам, как правило, выгодно, чтобы клиенты делали операции почаще, желательно с плечом. А не покупали





паи одноразово только на собственные средства и потом сидели в этих активах годами.

Эдвард Голосов. Брокеры бывают разные. Одним действительно выгоден клиент, который и поторгует, и плечо возьмет. Но сейчас многие брокеры понимают, что есть и такие клиенты, которым эти опции не нужны, которым их не продашь. Во многих брокерских домах есть подразделения, которые продают продукты доверительного управления, коллективных инвестиций.

Илья Ванин. Хотелось бы узнать мнение присутствующих относительно нового продукта, который начал заметно развиваться в 2019 году — имею в виду биржевые ПИФы. Пока их предлагают не все компании, но активные игроки этот продукт уже сделали, поставили в свою продуктовую линейку. В сегменте биржевых ПИФов произошел серьезный рост. Хотя, быть может, он объясняется эффектом низкой базы.

Хотелось бы узнать ваши оценки: каковы проблемы, каковы перспективы этого продукта. Требуется ли для него специальное регулирование, или пока достаточно общего регулирования для розничных фондов. Возможна ли конкуренция БПИФов с ЕТГами. Прорабатываются ли перспективы создания такого продукта в вашей компании (если его еще нет).

Екатерина Черных. Мы первыми начали активно работать на этом рынке и считаем, что БПИФ — очень хороший инструмент для первого знакомства неквалифицированного инвестора с фондовым рынком. Вознаграждение управляющей компании по этому продукту невелико, но и у клиента расходов меньше. Это понятная для клиента история, ему не надо думать, хорошо или плохо фонд управляется, поскольку все происходит в соответствии с движением биржевого индекса. Надо просто

выбрать рынок, в который интересно инвестировать. Кроме того, биржевой ПИФ имеет очень низкий порог входа. Словом, это со всех сторон очень хорошая история для входа на фондовый рынок. И мы видим, что объемы продаж паев биржевых фондов растут. Этот продукт вызывает интерес, его просто объяснить клиенту.

Илья Ванин. А не возникает проблем из-за того, что вход на этот рынок происходит через брокера?

Екатерина Черных. Таких проблем не возникает. Брокер не только дистрибутирует этот продукт, но также обеспечивает его ликвидность. Если клиенту надо выйти из биржевого ПИФа, то это происходит быстрее, чем в случае даже с открытым фондом. Уж не говоря о ЗПИФе. На бирже все происходит просто — продал свои активы в стакан, получил деньги на брокерский счет и пошел делать другие операции.

Таким образом, пай биржевого ПИФа более ликвиден, по этому инструменту есть маркетмейкер. Кроме того, как уже сказано, вход в БПИФ очень низкий. Короче, в сегменте продаж этих продуктов брокеры, как мне кажется, вполне дружат с управляющими компаниями.

Ирина Кривошеева. Здесь все-таки не стоит забывать о международном опыте. Все равно есть конкуренция между активным и пассивным инвестированием. В этом плане индексный подход к инвестированию имеет право на жизнь и достаточно хорошо востребован со стороны клиентов. У биржевых фондов, безусловно, более низкий уровень вознаграждения для управляющего, но это обосновано, поскольку работы по управлению портфелем тоже меньше.

В 2019 году мы запустили новый БПИФ «Европа 600». Этот фонд следует за динамикой акций 600 самых крупных компаний 17 стран Европы. Пока на Московской бирже это един-

ственный биржевой ПИФ, который торгуется в евро, и он хорошо востребован клиентами. Покупать пай можно не только на брокерский счет, но и в рамках доверительного управления, что тоже находит спрос.

В целом биржевой ПИФ имеет неоспоримые достоинства: это ликвидность, низкий уровень входа, многовалютность, сама идея индексного инвестирования, дешевизна продукта.

К этим плюсам мог бы прибавиться еще один — скорость. Самое большое количество негатива от клиентов мы получаем по поводу скорости операций с паями любых существующих на рынке ПИФов. Паи мы можем заносить на счет только на следующий день, при этом клиенты уже хотят более быстрых сделок. Операции с паями именно биржевых ПИФов, безусловно, могут происходить существенно быстрее.

Алексей Антонюк. Операции с паями биржевых ПИФов имеют одну особенность, которая присуща именно и только им, можно назвать эту особенность проблемой. Она состоит в том, что параллельно существуют две цены: INAV (биржевая расчетная цена пая) и СЧА (стоимость чистых активов).

Своей жизнью живет биржа, которая считает INAV, своей жизнью живет управляющая компания, которая параллельно считает СЧА. При этом рыночные котировки существуют не для всех инструментов, управляющим при расчете СЧА приходится пользоваться котировками, например, НРД, которые считаются тоже по отдельной методике и вполне могут быть процентов на 10 выше или ниже рынка.

Делая свои БПИФы, мы столкнулись с этой проблемой вполне неожиданно, прежде о ней не подозревая. Наши фонды — облигационные, в состав их активов входят качественные и вполне ликвидные бумаги, но тем не менее, иногда на них нет биржевых котиро-

вок. Котировку при этом мы ставим по INAV, паи должны выдавать по итогам оценки СЧА. И обнаружилось, что в ряде случаев СЧА и INAV начинают «разъезжаться». Кто-то должен оплачивать эту вилку: либо покупатель, либо продавец. Причем для фондов облигаций, особенно валютных, значения расхождений могут быть достаточно большими.

В фондах акций эти расхождения не так заметны. В масштабах таких облигационных фондов, где в состав пайщиков входит много физических лиц, наверное, тоже. Вернее, на самом деле пайщики-физлица все равно несут последствия, просто не знают о них. Но все-таки в индустрии все следует строить правильно.

В текущем моменте мы оцениваем активы биржевых ПИФов по той же методике, которая работает на развитых рынках для ETF. Это достаточно удобно и достаточно дешево.

Мы решили сначала сделать два биржевых фонда для институциональных инвесторов. Хотя зайти в них может и физлицо. Зачем физлицу покупать пай стоимостью 1 тысяча рублей и с комиссией 0,75%, если он может купить пай нашего фонда стоимостью 50 тысяч рублей, но комиссия при этом 0,15%.

Ирина Кривошеева. Сейчас скажу страшную вещь: российское физлицо в принципе может располагать для инвестирования суммой, не превышающей 10 тысяч рублей.

Алексей Антонюк. Продолжу рассказ о том, как мы создавали биржевой фонд для институциональных инвесторов. Поначалу шло ни шатко ни валко. Но потом продажи пошли, сейчас эти паи потихоньку стали покупать страховые компании, а некоторые инвесторы вообще стали их использовать как инструмент кэш-менеджмента. Не сказать, что покупок много, но люди явно тестируют продукт. И кроме того, мы ждем, когда будут доработаны соответствующие изменения в требованиях



к структуре активов. Соответствующий вопрос Банку России уже был задан, регулятор ответил, что если ПИФ по составу и структуре активов соответствует требованиям к составу и структуре активов пенсионных резервов, то они не против. А у нашего фонда они соответствуют априори, поскольку мы сразу взяли за основу инвестиционную декларацию НПФ. Поэтому ждем, что все случится.

Поскольку сейчас, после известных законодательных изменений, негосударственные пенсионные фонды получили больше возможностей для самостоятельного инвестирования, то надо дать им подходящий инструмент. Благодаря которому они смогут войти в рынок за достаточно символическую плату. Стоимость услуг управляющей компании, которая формирует биржевой ПИФ и ведет его, ниже, чем спреда на рынке облигаций. Мы, как уже сказано, берем всего 0,15% комиссии, такой продукт должен быть привлекательным. И мы видим, что постепенно так и происходит: клиенты начинают оценивать преимущества продукта.

Помимо прочего, по паям этого фонда выставлена гарантированная котировка 50 млн рублей в моменте, а дневная ликвидность (тикет на покупку/продажу) может составлять 500 млн рублей в день.

Екатерина Черных. Лимит открывает «Газпромбанк»?

Алексей Антонюк. Естественно.

А вот для ритейла мы делать БПИФ пока не планируем. Не верим, что соберем с розничного рынка много денег, поскольку таких фондов уже много.

Эдвард Голосов. Для того, чтобы биржевые ПИФы развивались хорошо, нужен институциональный рынок. Приведу пример. В прошлой жизни я работал в Barclays, часть их бизне-

са — Barclays Global Investors, BGI. Они одними из первых на Западе стали делать ETF, примерно 15-20 лет назад. Модель была очень простой. Какой бы ETF они ни выпускали, у него всегда был один якорный институциональный инвестор. Который говорил: «Да, такой фонд мне интересен, я готов инвестировать в него сразу такую-то сумму». Соответственно, провайдеру это позволяло поддерживать и ликвидность паев, и низкие цены, и прочие важные фишки.

Институциональный рынок важен потому, что он сразу начинает пользоваться этим инструментом. Раскрутить хороший, удобный, с низкими костями БПИФ в сегменте ритейла очень сложно. Провайдеру придется, скорее всего, каким-то образом его фондировать.

Поэтому поддерживаю обращение к регулятору. Если есть возможность каким-то образом — через требования к пенсионным фондам, или страховым компаниям, или еще каким-то институциональным инвесторам — сделать биржевой фонд удобным для них инструментом, то тогда появится хороший шанс на то, что вся эта тема пойдет. Причем не только для институциональных инвесторов.

И на российском фондовом рынке появится новый хороший инструмент. **Виктория Латкина.** Да, биржевой ПИФ — это безусловно перспективный инструмент. В новом году объем сделок одного дня с паями БПИФов на Московской бирже составил свыше 1 млрд рублей. За весь 2019 год на Московской бирже запустили 17 новых БПИФов, в этом году — уже 3, хотя год только начался.

Было очень полезно услышать о проблеме «вилки» между расчетом СЧА и INAV. Хорошо, что привлечено внимание к этому вопросу, он требует нашего приоритетного рассмотрения. На бирже

есть понимание, что эту проблему надо решать. Она создает риски, в том числе, для биржи.

Поддержу Эдварда Голосова в том, что институциональным инвесторам необходимо дать возможность инвестировать в БПИФы. Мы обсуждаем это и внутри Московской биржи, и с НАУФОР. И нужно дать возможность негосударственным пенсионным фондам приобретать паи биржевых ПИФов в свои портфели. Соответственно, надо менять Положение 580.

В начале марта на Московской бирже будет закрытое совещание по вопросам развития биржевых ПИФов. Надеюсь, что к этому моменту мы уже выработаем совместные с участниками рынка подходы и сможем о них рассказать регулятору.

Московская биржа готова всячески поддерживать и развивать индустрию биржевых ПИФов.

Илья Ванин. Хотел бы услышать вашу оценку последних инициатив Банка России относительно квалификации инвесторов. Скорее всего, мы будем иметь дело с тем, что пайщики биржевых фондов и открытых фондов избегают дополнительной категоризации. Но к ним будет применяться требование прохождения тестирования.

Как вы это оцениваете? Будет ли тестирование достаточно конструктивной мерой? Сможет ли оно выявить, что инвестор понимает природу такого продукта, как пай инвестиционно-го фонда? Защитит ли тестирование клиента от мисселинга? Или же здесь, напротив, создается дополнительный барьер?

Екатерина Черных. А можно ли уточнить. Тестирование нельзя ввести в отношении фондов для неквалифицированных инвесторов. Значит, придется менять закон?

Алексей Антонюк. То есть, по этой логике получается, что для приобретения паев любого фонда — будь то фонд облигаций, фонд недвижимости и так далее — инвестора следует тестировать?

Екатерина Черных. Есть логика закона. Регулирование фондов для неквалифицированных инвесторов — существенно более жесткое, оно уже сделано таким. Для них в принципе ограничен состав разрешенных для покупки активов. Наверное, таких ограничений было бы достаточно. Когда рынок еще не развит, вводить на нем дополнительные ограничения, на мой взгляд, избыточно. Существующих ограничений по составу и структуре активов — вполне достаточно. Этих ограничений много. Например, в активы ЗПИФа для неквалифицированных инвесторов можно покупать только те помещения коммерческой недвижимости, которые уже сдавались в аренду за предыдущие периоды — иными словами, нельзя купить новый объект...

Алексей Антонюк. Иными словами, в законе уже и так существует масса ограничений. При том, что закрытый фонд недвижимости генерирует рисков не больше, чем процедура покупки квартиры. Тогда у меня предложение: пусть сначала регулятор введет процедуру тестирования в процесс покупки квартиры.

Илья Ванин. Арбитража быть не должно. *(Общий смех).*

Екатерина Черных. Инициатива о введении тестирования противоречит букве закона и вообще выглядит немного странно. Рентные фонды помогают людям получать более высокий доход. Если купить квартиру в Москве и сдавать ее в аренду, то владелец получит доход 3–4% годовых в рублях. Если купить паи ПИФа рентной коммерческой недвижимости, то владелец получит 8–9–10–11%

годовых. При этом управляющая компания профессионально работает с арендатором, у нее имеется агент, который ищет арендатора, при этом все риски лежат на балансе УК. Зачем же нужно в придачу ко всему этому дополнительно тестировать клиента?

Илья Ванин. Должен сделать небольшую оговорку: обращающихся паев это требование касаться не будет. Имеющих листинг, имеется в виду.

Екатерина Черных. Такой подход — неправильный.

Илья Ванин. Здесь взгляды могут быть разными. Можно выдвинуть доводы и «за», и «против». В данном случае хотелось именно знать мнение присутствующих.

Но определенные обоснования для обозначенного подхода регулятора очевидны сразу. Если мы говорим о покупке квартиры, то здесь у людей уже есть исторически сложившееся понимание природы этого инструмента. Они понимают, какие риски покупают в этом случае.

Екатерина Черных. А вы знаете, каковы сейчас сроки предпродажной экспозиции квартир? Большая квартира может стоять в ожидании продажи и полтора, и два года. А паи ПИФа недвижимости улетают за два-три месяца.

Эдвард Голосов. Граждане только думают, что понимают сущность рисков, которые они покупают.

Илья Ванин. Но в случае покупки пая ПИФа недвижимости граждане, скорее всего, могут понимать суть сделки еще меньше. Это непонимание может потребовать дополнительных мер безопасности. Я просто пытаюсь объяснить логику регулирования.

Екатерина Черных. Покупка квартиры — это долгосрочное сбережение в кирпичах. Наше население очень любит эту форму сбережений. Если клиент покупает недвижимость, он не ждет от нее ликвидности — он ждет

дохода. А также сохранности своих средств. Даже по нашему опыту продаж, в фонды недвижимости клиенты заходят очень разумно.

Эдвард Голосов. Хотел бы высказаться уже по другой теме, о важности купонных стратегий. Когда нас приглашали на круглый стол, то предлагался список вопросов для обсуждения. В этом списке содержится очень хороший пункт: «Освободить от уплаты НДФЛ при выплате дохода по фондам облигаций, освобожденных от НДФЛ (с 2022 года для ОПИФ и БПИФ) по аналогии с льготой по купонным доходам».

Полностью одобряю это резонное предложение. В нашей компании в 2019 году самой популярной из всего спектра консервативных стратегий доверительного управления была стратегия «Доход». Обратите внимание, название очень точно определяет цель инвестора. Это продукт, максимально близкий к депозиту из всего спектра продуктов, которые можно сделать в рамках формата ДУ. Клиенты ожидают от этого продукта именно периодического получения купонного дохода. По аналогии с процентным доходом по депозиту. Сейчас для конструирования такой стратегии больше всего подходит формат доверительного управления. Если бы можно было сделать то же самое в формате фонда, это было бы более удобно и для мелких инвесторов, и для дистрибуции (поскольку возникает возможность сделать цифровые каналы). Это было бы просто замечательно. А если бы еще можно было добиться освобождения от НДФЛ и тем самым выровнять налоговые последствия для инвесторов, то это было бы замечательно вдвойне.

Илья Ванин. Определенные предложения по развитию индустрии коллективных инвестиций НАУФОР выработала

вместе с рынком. Сейчас они направлены в Банк России. В корпусе этих предложений содержится и то, о котором сейчас сказал Эдвард. Мы надеемся, что дискуссия по вопросам развития рынка сейчас возобновится.

Ирина Кривошеева. Обязательно следует добавить в круг обсуждаемых и вопрос об участии управляющих компаний в институции добровольного пенсионного обеспечения. Мы не перестаем об этом говорить. Международная практика убедительно показывает, что управляющие компании вполне справляются с этой ролью.

Нам кажутся нужными и актуальными любые дискуссии об участии управляющих в системе ГПП (генеральный пенсионный продукт), но не только. Возможно также формирование нового механизма пенсионного обеспечения, на базе индивидуальных инвестиционных счетов. Допустимо обсуждать появление нового типа ИИС — индивидуальных пенсионных счетов. Но стратегически, чтобы запустить в стране механизм добровольных пенсионных накоплений, нужно, чтобы в системе участвовало как можно больше игроков. Пусть это будут и негосударственные пенсионные фонды, и управляющие компании, и страховые... Пусть за клиента борются все игроки — формируют интересные продукты, показывают хорошие результаты управления, используют новые технологии.

Главное, чтобы в 2020 году инициатива управляющих компаний по участию в формировании механизма добровольных пенсионных накоплений была услышана.

Илья Ванин. Да, НАУФОР тоже считает, что у клиентов назрела потребность в продуктах такого рода. Кроме того, мы считаем, что конкуренция пойдет на пользу негосударственным пенсионным

фондам. И готовим сейчас определенные предложения в этом направлении.

Екатерина Черных. Хотела бы сказать большое спасибо регулятору. За последние 5-6 лет управляющие компании (не только крупные, но и средние) перешли на другой качественный уровень: в плане и работы с клиентом, и корпоративной культуры, и стандартов организации рабочих процессов.

Ирина уже говорила в самом начале, что управляющие вполне уже могут конкурировать с крупными банками по объемам ресурсов. Почему бы им не применить свой богатый опыт и в работе по созданию механизма добровольных пенсионных накоплений. Опыт доверительного управления, опыт индивидуальной работы с клиентами — все это позволит управляющим делать для клиентов качественные портфели (и долгосрочные, и среднесрочные). У индустрии коллективных инвестиций есть весь необходимый для этого инструментарий. Есть соответствующий опыт. Индустрия достаточно жестко регулируется. Пора использовать все это в стратегиях роста.

Илья Ванин. Хорошо. Тогда предлагаю обсудить последний вопрос. В рамках дискуссии мы уже упоминали вступившие в силу изменения в 156 ФЗ. Хотел спросить, во-первых, как состоялся переход к процедуре согласования правил со специализированным депозитарием: все ли получается, нет ли проблем. И, во-вторых, как вы относитесь к сложившемуся на нашем рынке формату саморегулирования. В частности, как вы знаете, НАУФОР недавно получил статус СРО для спецдепов.

Алексей Антонюк. Относительно согласования правил — опыт уже есть. Не могу сказать, лучше стало или хуже. Но уважаемые спецдепозитарии стараются.

Хотя в плане сроков, тарифов и так далее возникает ряд вопросов. Кое-что получается делать быстрее, но дороже. Для начала рынок этих услуг должен утрястись. Мало времени прошло для того, чтобы выносить глобальные суждения.

Но в принципе новая система кажется жизнеспособной. Просто все должно отшлифоваться.

Екатерина Черных. Мы тоже уже получили соответствующий опыт. Очевидно, что спецдепы постарались подготовиться, они молодцы. Но трудности переходного периода неизбежны. Думаю, что обсуждать новую реальность можно будет только по итогам первого года.

Конечно, крупным компаниям сложнее составить объективное суждение. Крупные компании в приоритете. Нас стараются обслуживать хорошо, у нас есть возможность задать вопросы лично генеральному директору. Было бы правильнее спрашивать, как работает средним и небольшим компаниям.

А то, что НАУФОР вобрала в себя новые функции и теперь определенная их часть сосредоточена в одном СРО — это хорошо и правильно. Если НАУФОР сделает совместные рабочие комитеты, — например, комитет по работе фонда для квалифицированных инвесторов — это будет полезно. Для такого фонда спецдепозитарий теперь является единственным контрагентом. Поэтому существование единого комитета, в котором можно решать вопросы отработки стандартов, да просто любые рабочие вопросы, — это хорошо и правильно. Чтобы комитет решал конкретные вопросы, а дальше эти решения транслировались всему рынку.

Ирина Кривошеева. НАУФОР уже обладает хорошим опытом обсуждения регуляторных инициатив, рабочих

процессов. И на уровне работы комитетов, и на уровне работы совета директоров. Присоединение еще одной индустрии будет способствовать общей эффективности рынка. □

Конкуренция

Банк России опубликовал доклад «Подходы Банка России к развитию конкуренции на финансовом рынке». НАУФОР предлагает свое видение вопроса

Национальная ассоциация участников фондового рынка считает весьма своевременным и важным публичное обсуждение подходов к развитию конкуренции на финансовом рынке и предлагает свои комментарии по вопросам, сформулированным в докладе Банка России «Подходы Банка России к развитию конкуренции на финансовом рынке» (далее — Доклад). Вопросы Доклада выделены жирным шрифтом, каждый вопрос сопровождается комментарием НАУФОР.

Вопросы по главе 1 Доклада «Что такое конкуренция»

1. Согласны ли вы с тем, что результаты конкуренции зависят от установленных на рынке правил?

Действующие на финансовом рынке правила оказывают важное влияние на конкуренцию. Однако, на конкуренцию также влияют и такие (не отраженные в Докладе) факторы, как надзор и правоприменение, а именно:

а) эффективность и равенство в осуществлении надзора и правоприменения в отношении компаний, осуществляющих одинаковую деятельность на основании лицензий, независимо от их масштаба и формы собственности;

б) эффективность и равенство в осуществлении надзора и правоприменения в отношении компаний, осуществляющих разные, но сходные виды деятельности;

в) эффективность правоприменения в отношении лиц, оказывающих услуги на финансовом рынке без наличия необходимых лицензий;

г) стоимость надзора и правоприменения для финансовых организаций.

Применительно к самим правилам регулирования стоит обратить внимание на следующее:

а) масштабные изменения, осуществляемые одновременно, и темп их введения (большое количество изменений и короткие сроки для приведения деятельности в соответствие с ними, так называемая «регуляторная горячка», могут приводить

к большим издержкам и вынужденным нарушениям со стороны финансовых организаций с небольшими ресурсами), что ведет к постепенному уходу небольших компаний с рынка;

б) важным является также соотношение в регулировании административных норм и гражданско-правовых норм (например, применение административных механизмов к фидуциарной ответственности приводит к тому, что даже в отсутствии споров между сторонами договора негосударственные пенсионные фонды вынуждены доказывать надзорному органу свою добросовестность в случае, если достигнутый финансовый результат покажется ему недостаточным).

2. Для какой конечной цели, по вашему мнению, регулятор должен развивать конкуренцию?

Мы разделяем позицию регулятора в том, что конечной целью развития конкуренции должны являться интересы потребителей финансовых услуг с точки зрения обеспечения для них разнообразия предложения финансовых услуг и инструментов, а также снижения издержек и цен, связанных с предоставляемыми им услугами. Мы твердо уверены в том, что конкуренция позволяет обеспечивать наилучшие условия для потребителей, снижая необходимость защищать их интересы иными средствами. В связи с этим любые меры по повышению защиты интересов потребителей должны всегда

оцениваться с точки зрения того, не приведут ли они к ограничению конкуренции, которая могла бы обеспечить более эффективную защиту таких интересов.

Разделяя позицию регулятора о важности интересов потребителя как цели развития конкуренции, мы не считаем ее единственной. Реализация политики финансового развития в целом, в том числе развития конкуренции на финансовом рынке, должна, так или иначе, способствовать эффективному выполнению функций финансового рынка в рамках народного хозяйства, то есть, способствовать достижению целей социально-экономического развития. Эффективное выполнение социально-экономических функций финансового рынка, в свою очередь, возможно только при взаимной увязке всех направлений финансового развития, в том числе конкуренции.

Вопросы по главе 2 Доклада «Особенности конкуренции на финансовом рынке»

1. Какие еще особенности финансового рынка должен учитывать Банк России при постановке целей и задач по развитию конкуренции?

а) Соглашаемся с подходом, согласно которому стремление к модели существования на финансовом рынке множества мелких игроков не должно быть самоцелью для регулятора. Но не считаем правильным противо-

ставление модели с участием мелких игроков и модели обеспечения финансовой устойчивости участников рынка. В Докладе указывается, что «приоритет обеспечения финансовой устойчивости может создавать стимулы для укрупнения участников рынка» (стр. 6 Доклада). Вместе с тем исследования Всемирного банка показали, что приоритет, отдаваемый одному из параметров финансового развития, приводит к заведомо худшим результатам, чем взаимоувязанное движение вперед по всем направлениям финансового развития. Предоставление приоритета обеспечению финансовой стабильности — спорный вариант решения, так как финансовая стабильность противоречит (в той или иной степени) всем другим целям финансового развития (таким, как финансовая глубина, финансовая инклюзия, эффективность), а также целям развития конкуренции на финансовом рынке.

На наш взгляд, задачи обеспечения финансовой стабильности участников финансового рынка не должны исключать возможность работы на нем компаний разного масштаба. А наоборот, должны обеспечивать эту возможность.

Таким образом, конкуренция на финансовом рынке, безусловно, предполагает наличие определенных барьеров для входа, которые связаны с необходимостью отсеять заведомо неустойчивых, ненадежных участников конкуренции.

Но эти барьеры входа не должны быть запретительными. Мы полагаем, что правила, действующие на финансовом рынке, должны обеспечивать возможность выхода на рынок и недискриминационный доступ к рыночной инфраструктуре для небольших участников.

А значит, обеспечивать пропорциональность регуляторной нагрузки масштабу деятельности компании (кругу совершаемых операций и принимаемых рисков).

Мы считаем, что Доклад не отражает в должной мере беспокойства о том, что на финансовом рынке происходит снижение конкуренции и считает это терпимым последствием усиления требований к финансовой стабильности. На наш взгляд, снижение конкуренции означает необходимость не только сохранения существующих компаний. Но также стимулирование выхода на финансовый рынок новых небольших компаний и принятие мер, которые сделали бы это возможным;

б) Считаем необходимым обратить внимание также на то, что при постановке целей и задач по развитию конкуренции следует учитывать глобальный характер финансового рынка и таким образом способность российской индустрии и инфраструктуры конкурировать с иностранными финансовыми рынками и их участниками за российских и иностранных потребителей финансовых услуг.

2. Существуют ли, по вашему мнению, какие-либо меры, которые могли бы обеспечить быстрое и существенное улучшение конкуренции на финансовом рынке, при этом не нанеся ущерба потребителям финансовых услуг?

Предлагаем следующие меры, которые могли бы оказать влияние на улучшение конкуренции на финансовом рынке:

а) Последовательное уменьшение государственного участия и отказ от концентрации функций на инфраструктурных институтах финансового рынка. В настоящее время ключевое значение для работы финансового рынка играют

инфраструктурные институты с государственным (Банка России) участием, что затрудняет конкуренцию с ними, а также равное отношение к ним со стороны Банка России как регулятора. Кроме того, требует дополнительного обсуждения целесообразность возложения на центральный депозитарий (или его дочернее общество) функции фиксации информации в сделках с финансовыми инструментами, совершенных посредством электронной платформы, и функции «пенсионного оператора» для НПФ, с точки зрения соотношения эффективности и издержек, создаваемых для остальных участников финансового рынка;

б) Поощрение конкуренции между организаторами торговли. Инфраструктура финансового рынка в целом сложилась, однако критически важна ее способность предлагать новые услуги, доступ к новым инструментам, более низкие издержки, иные условия торговли, чем уже доступные, что невозможно без поощрения конкуренции между организаторами торгов. Это в свою очередь снизит риск интернализации, который растет с ростом концентрации операций в отдельных финансовых организациях;

в) Обеспечение возможности предложения широкого круга финансовых инструментов (как российских, так и иностранных) на российском финансовом рынке, а также их обращение на российском финансовом рынке как условие конкуренции по доступу к таким инструментам потребителям финансовых услуг между разными участниками российского финансового рынка, между ними и иностранными участниками, между российской и иностранной инфраструктурой. Чрезвычайно важно, что предложение широкого круга инструментов, позволяет снизить издержки потребителей, делает доступными для них инструменты с меньшей маржинальностью для финансовых организаций. В связи с этим следует осторожно соотносить меры по защите интересов потре-

бителей при осуществлении операций со сложными инструментами с возможностью их доступа к этим инструментам с тем, чтобы не нарушить конкуренцию на финансовом рынке, а также исключить регуляторный арбитраж в отношении сходных инструментов;

г) Изменение регулирования инвестиционной деятельности НПФ, которое в настоящее время ограничивает их возможности по инвестированию, что позволит им участвовать в конкуренции с другими финансовыми организациями со своим особым инвестиционным поведением при приобретении таких инструментов в ходе их обращения и в процессе IPO, оживит конкуренцию в этой индустрии. Это предполагает, в частности, необходимость проанализировать предусмотренный действующим законодательством механизм фидуциарной ответственности НПФ с точки зрения его эффекта для инвестиционного процесса. Мы также полагаем, что целесообразно предусмотреть альтернативные предлагаемым негосударственными пенсионными фондами пенсионные схемы с тем, чтобы удовлетворить интересы клиентов и увеличить возможности инвесторов для накопления пенсионного капитала;

д) Внедрение стандартов Открытого API (Open API) и распространение технологий Open Banking на счета, ведение которых осуществляется некредитными финансовыми организациями. Этот подход является условием не только для усиления конкуренции между существующими финансовыми организациями, но и для выхода на рынок новых финансовых организаций с альтернативными бизнес-моделями и новыми технологическими решениями, что могло бы содействовать созданию открытой архитектуры на финансовом рынке;

е) Снижение требований к деятельности инвестиционных советников, а также распространение на них налоговых правил и правил бухгалтерского учета, применяемых к небольшим организациям. Полагаем, что развитие индустрии

инвестиционных советников (а среди них, в первую очередь, независимых инвестиционных советников), большинство из которых будут небольшими компаниями или индивидуальными предпринимателями, является важным для повышения качества принимаемых потребителями инвестиционных решений, а значит, развития конкуренции между финансовыми организациями и финансовыми инструментами, снижение предложения финансовых инструментов, более выгодных для самих финансовых организаций;

ж) Продолжение работы по развитию пропорциональности в регулировании профессиональных участников рынка ценных бумаг, в том числе в отношении требований к отчетности профессиональных участников;

з) Обеспечение равных возможностей кросс-идентификации клиентов для кредитных организаций и профессиональных участников рынка ценных бумаг, а также управляющих компаний. В настоящее время профессиональные участники рынка ценных бумаг и управляющие компании могут поручать проведение идентификации кредитным организациям, однако сами кредитные организации и иные финансовые организации лишены возможности учитывать результаты идентификации, проведенной профессиональными участниками и управляющими компаниями, и вынуждены проводить ее повторно. Поскольку все финансовые организации проводят идентификацию клиентов по единым правилам и несут за нее одинаковую ответственность, представляется целесообразным разрешить кредитным и иным финансовым организациям поручать проведение идентификации (в т.ч. упрощенной) профессиональным участникам рынка ценных бумаг и управляющим компаниям. Согласно недавно принятым изменениям в Федеральный закон от 07.08.2001 № 115-ФЗ «О противодействии легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем,

и финансированию терроризма» организации, осуществляющие операции с денежными средствами или иным имуществом, которые являются участниками одной банковской группы или одного банковского холдинга, для целей идентификации клиента, представителя клиента, выгодоприобретателя и бенефициарного владельца, обновления информации о них вправе осуществлять обмен полученными ими информацией и документами. При этом участники небанковских финансовых групп/холдингов такой возможности необоснованно лишены. Представляется целесообразным распространить (вплоть до введения в законодательство) определения финансовой группы/холдинга на связанные (по основаниям юридической связанности или в рамках специального соглашения) субъекты возможности, предоставленные банковским группам/холдингам. Это приведет к развитию продаж через небанковские каналы, выровняет конкурентную позицию небанковских финансовых групп/холдингов по сравнению с банковскими, будет способствовать борьбе с мисселингом;

и) Устранение регуляторного арбитража в отношении инвестиционных инструментов страхового (ИСЖ, НСЖ) и фондового рынков, которые содержат элементы ПФИ. Представляется целесообразным выравнивание регуляторных требований к предложению указанных продуктов клиентам, информированию клиентов о связанных с ними рисках;

к) Упрощение процесса продажи паев открытых паевых инвестиционных фондов управляющими компаниями и сокращение срока зачисления паев на счета клиентов после их оплаты, аналогично срокам приобретения клиентами иных ценных бумаг на фондовом рынке, путем устранения необходимости использования транзитных счетов, применяемых при продаже паев;

л) Совершенствование раскрытия информации о паевых инвестиционных фондах, об активах, входящих в порт-

фели негосударственных пенсионных фондов, что позволит инвесторам, а также профессиональным консультантам (инвестиционным советникам) подбирать продукты коллективного инвестирования, в наибольшей степени соответствующие целям и возможностям инвесторов.

Вопросы по главе 3 Доклада «Целевое состояние конкурентной среды на финансовом рынке для Банка России»

1. Понятно ли содержащееся в документе описание целевого состояния конкурентной среды? Что бы вы добавили в описание целевого состояния или убрали из него?

В целом поддерживаем подход регулятора к описанию целевого состояния конкурентной среды.

Между тем, следует больше внимания уделить такому фактору, как международная конкуренция. Финансовый рынок является наиболее глобализованным рынком, и неэффективные условия на том или ином национальном рынке (в том числе вследствие неэффективной конкурентной политики и, соответственно, низкого уровня конкуренции) ведут к уходу потребителей финансовых услуг, а за ними и поставщиков финансовых услуг на иностранные рынки. Эти процессы уже сейчас весьма активны, что создает опасность для сохранения национального финансового рынка. Поэтому исключительно важно, чтобы при регулировании состояния конкурентной среды на финансовом рынке Российской Федерации присутствовала задача обеспечения уровня барьеров для входа на рынок на национальном рынке не выше, чем в странах-конкурентах России.

Мы также считаем необходимым добавить в описание целевой среды положение насчет того, что участникам финансового рынка следует обеспечивать максимально равные условия при предложении клиентам сходных финансовых продуктов и услуг.

2. Должен ли регулятор занимать активную позицию в отношении барьеров для выбора или смены поставщика потребителями финансовых услуг? Имеет ли смысл в таких случаях использовать административные меры, в том числе прямые ограничения, в частности, по тарифам?

Полагаем, что регулятор и саморегулируемые организации должны выявлять барьеры для выбора или смены поставщика потребителями финансовых услуг. Выбор и введение конкретных мер по устранению таких барьеров должен зависеть от конкретных обстоятельств. Представляется возможным введение правил по выбору и смене поставщика, а также контроль за их соблюдением возложить на саморегулируемые организации.

3. Какие еще нерыночные источники конкурентных преимуществ Банку России необходимо принимать во внимание при реализации своей политики по развитию конкуренции?

В качестве дополнительных нерыночных источников конкурентных преимуществ, полагаем, следует выделить наличие регуляторного арбитража между поставщиками финансовых услуг, например, между кредитными и некредитными организациями в части информационной и технологической доступности данных клиентов, гарантий защиты имущественных интересов клиентов.

4. Какие еще элементы функционирования рынка, по вашему мнению, могут являться важными составными частями проконкурентной среды?

Количество участников организованного фондового рынка, а также доступность для них торговых площадок — критичны для справедливого ценообразования стоимости финансовых инструментов. В этой связи следует особо выделить конкуренцию, которая формируется между организованным рынком и крупными участниками финансового рынка, конкуренцию между торговыми платформами, которым необходимо обеспечить равный доступ

к возможностям открытой архитектуры. Конкуренция на данном рынке важна для получения выбора клиентом альтернативных предложений и эффективности издержек, связанных с ним.

Вопросы по главе 5 Доклада «Применение целевой модели конкуренции в работе Банка России»

1. Понятны ли вам изложенные в данном документе принципы принятия решений Банком России о реакции на сбои в работе механизмов конкуренции? Какие дополнительные источники информации вы могли бы предложить использовать банку России для получения информации о нарушениях работы механизмов конкуренции?

Мы поддерживаем изложенный в Докладе подход, определяющий принципы принятия Банком России решений о реакции на сбои в работе механизмов конкуренции. Полагаем, что дополнительными источниками информации о нарушениях механизмов конкуренции является взаимодействие с саморегулируемыми организациями на финансовом рынке по вопросам конкуренции; внедрение практики постоянного анализа эффективности действия законодательных норм или регулятивных мер (принятых или действующих) в части их воздействия на конкуренцию; внедрение регулярной практики проведения вопросов (анкетирования) участников финансового рынка по вопросам развития конкуренции; мониторинг сделок слияний/поглощений участников финансового рынка технологическими компаниями; мониторинг сделок приобретения исключительных лицензий на программные продукты, развивающие дистанционные каналы продаж финансовых инструментов; публикация ставок и принципов расчета тарифов инфраструктурных организаций, работающих на финансовом рынке.

2. Какие полномочия (формы реализации мер) по развитию конкуренции Банка России вы считаете наиболее эффективными и в

каких ситуациях? Считаете ли вы перечисленные в документе полномочия достаточными?

На наш взгляд, следует учитывать, что применение в качестве регулятивной меры мотивированного суждения повышает уровень неопределенности в области правоприменения и поэтому не может рассматриваться как прием, позволяющий снизить издержки при регулировании. На практике введение мотивированного суждения не исключает жесткости и детализации надзорного регулирования; по существу мотивированное суждение применяется в качестве дополнения к жесткому регулированию, а не как альтернатива ему. Это в итоге увеличивает количество регулятивных мер, принимаемых по отношению к участникам финансового рынка, и создает избыточное регулирование.

3. Понятно ли изложены принципы участия Банка России в создании значимой рыночной инфраструктуры? Считаете ли вы их необходимыми и достаточными для принятия регулятором решений?

По нашему мнению, участие регулятора в создании значимой рыночной инфраструктуры не должно исключать возможность создания аналогичной инфраструктуры со стороны рыночных институтов и конкуренции соответствующих инфраструктурных институтов.

Упомянутый в Докладе проект «маркетплейс» представляет собой реализацию концепции платформы с открытой архитектурой. При его создании важно исключить ограничения для создания других платформ с открытой архитектурой, предназначенных для продажи как собственных, так и чужих продуктов. Также требует дополнительного обсуждения введение требования о регистрации финансовых сделок регистратором финансовых транзакций, что увеличит издержки участников проекта и отразится на стоимости финансовых продуктов, реализуемых через «маркетплейс», увеличит нагрузку на инфраструктуру и при этом, по существу, продублирует уже действующую на рынке учетную систему.

В целом представляется, что проект «маркетплейс» носит достаточно ограниченный характер и не окажет существенного влияния на развитие конкуренции на финансовом рынке.

6. Считаете ли вы правильным ограничивать участие банков, занимающих доминирующее положение на рынках финансовых услуг, в правительственных программах, предусматривающих предоставление кредиторов субсидий при осуществлении ими льготного кредитования?

Полагаем, что доступ к участию в государственных программах в равной степени должен быть обеспечен всем участникам рынка. При этом важным является определение корректных условий участия в государственной программе, которые были бы одинаковы для всех претендентов.

Вопросы по главе 6 Доклада «Баланс целей регулятора»

1. Считаете ли вы важным, чтобы Банк России публично раскрывал свое видение баланса целей по ключевым проектам?

Полагаем, что публичное раскрытие регулятором своего видения баланса целей по ключевым проектам окажет положительное влияние на развитие финансового рынка и повысит его стабильность и предсказуемость.

2. Должна ли цель развития конкуренции быть приоритетом Банка России — или она должна быть подчинена другим целям деятельности?

В долгосрочной перспективе все цели по развитию финансового сектора должны быть взаимоувязаны и равно приоритетны. Вместе с тем на среднесрочную перспективу (3–4 года) цель развития конкуренции должна иметь приоритет перед другими целями финансового развития, в первую очередь перед целью обеспечения финансовой стабильности. Связано это с тем обстоятельством, что в предыдущие годы развитие конкуренции на финансовом рынке имело подчиненный характер (приоритет отдавался цели обеспечения финансовой стабиль-

ности). Временное повышение приоритетности конкуренции как цели развития будет способствовать устранению тех перекосов, которые стали побочным результатом приоритетности финансовой стабильности.

Итоговые вопросы для обсуждения

1. Насколько понятно для вас отражены подходы Банка России к развитию конкуренции? Какие моменты, по вашему мнению, остались недостаточно освещены?

Подходы Банка России к развитию конкуренции отражены в Докладе в целом понятно. Обобщая предложения, сделанные выше, мы полагаем, что также должны использоваться следующие подходы:

а) обеспечение финансовой стабильности должно производиться таким образом, чтобы не причинять вреда ни работе на финансовом рынке компаний разного масштаба, ни выходу на рынок новых компаний;

б) оценка конкурентоспособности участников российского финансового рынка с учетом глобальной конкуренции;

в) оценка значения для конкуренции нагрузки, связанной с конкретными мерами надзора и правоприменения;

г) изменение «регулятивного стиля» в целях исключения «регуляторной горячки» и устранения излишних административных механизмов в мерах регулирования;

д) преодоление излишнего участия государства на финансовом рынке.

2. Есть ли необходимость в более детальном описании механизма взаимодействия Банка России и ФАС России?

Мы исходим из того, что в компетенцию ФАС России входит обеспечение контроля за соблюдением антимонопольного законодательства, применение мер ответственности за нарушение антимонопольного законодательства.

При этом Банк России обладает сильной экспертизой и необходимыми данными в отношении финансового рынка и его

участников. Полагаем, что взаимодействие Банка России и ФАС России окажет положительное влияние на развитие конкуренции на финансовом рынке.

Также считаем целесообразным проведение регулярного мониторинга состояния конкуренции на финансовом рынке и официальную публикацию соответствующих аналитических данных в разрезе сфер деятельности участников финансовых рынков и продуктовых сегментов.

3. Представляют ли данные Подходы к развитию конкуренции ценность для рынка и важна ли публичность такого документа?

Публикация подходов Банка России к развитию конкуренции на финансовом рынке (а также приведенные в Докладе оценки текущего состояния конкуренции и планируемые к реализации меры регулирования) дают возможность сравнить глубину и остроту, с которой текущую конкурентную ситуацию на финансовом рынке видит Банк России, с соответствующими оценками участников финансового рынка. Также такая публикация повышает качество принимаемых регулятивных мер, способствует повышению доверия и конструктивному диалогу регулятора с участниками финансового рынка. Мы поддерживаем действия регулятора в отношении публичной организации дискуссии по вопросам конкуренции на финансовом рынке. Представляется, что публичность Доклада и разъяснение регулятивных подходов и позиции регулятора по вопросам развития конкуренции имеет существенную ценность и важность для участников финансового рынка. □

СОФИНАНС ИРОВАНИЕ



Не в одиночку

Главным стимулом для начала самостоятельных накоплений на пенсию россияне считают софинансирование своих взносов

НПФ «Сафмар» провел социологический опрос среди жителей городов России. Он показал, что граждане считают формирование собственных пенсионных сбережений необходимым условием достойной жизни после окончания трудового пути. Однако финансовой возможности откладывать деньги на пенсию у значительной части людей нет.

Негосударственный пенсионный фонд «Сафмар» (входит в промышленно-финансовую группу «Сафмар» Михаила Гуцериева) публично представил данные исследования, посвященного отношению россиян к самостоятельному накоплению на пенсию. Как показали результаты опроса, граждане считают формирование собственных пенсионных сбережений необходимым условием достойной жизни после окончания трудового пути. Однако финансовой возможности откладывать на пенсию у значительной части людей нет. Для многих россиян главным стимулом копить на пенсию может стать софинансирование взносов со стороны государства или работодателя, а вторым по значимости фактором является возможность досрочно забрать накопленные средства.

Для исследования сотрудники контакт-центра НПФ «Сафмар» провели телефонный социологический опрос среди жителей городов России — крупных (в том числе миллионников), средних и небольших с населением от 20 тысяч человек. В опросе приняли участие 1526 человек (799 женщин и 727 мужчин) — клиентов НПФ «Сафмар», средний счет которых по накопительной пенсии в рамках обязательного пенсионного страхования составил 66364 руб. Респондентами стали клиенты фонда по ОПС в возрасте 23–53 года, которым еще не были назначены пенсионные выплаты, средний возраст — 41 год. Выборка является репрезентативной, результаты опроса можно экстраполировать на всех жителей России.

Таблица. Важные условия для начала самостоятельных отчислений на пенсию

Условие	% опрошенных
Право забрать деньги до наступления пенсионного возраста	38
Софинансирование личных взносов государством	26
Софинансирование ваших взносов работодателем	21
Возможность наследования	20
Налоговые льготы	16
Не знаю, не задумывался	7
Защита от претензий со стороны третьих лиц	6
Затрудняюсь ответить	5
Высокая зарплата/доход	5
Другое (сохранность взносов, стабильность)	1

Выводы исследования

Отношение к государственной пенсии. Опрашиваемые в большинстве своем рассчитывают на государственную пенсию (68%), однако не уверены в том, что ее размер поможет сохранить им привычный уровень жизни после завершения трудового периода: на вопрос о том, можно ли сохранить такой уровень жизни, если пенсионер будет получать только пенсионные выплаты от государства, 84% опрошенных ответили «нет».

Отношение к самостоятельным накоплениям на пенсию. С тем, что на пенсию надо копить самостоятельно, согласны 71% опрошенных, однако большая часть не делает этого («не откладываю на пенсию», ответили 84%). Основная причина того, что люди не готовы копить сегодня на пенсию, проста — нет финансовой возможности. Такой ответ дало большинство (74%) из тех, кто не готов откладывать на пенсионную «подушку безопасности».

Однако в целом респонденты согласны с тем, что пенсионные сбережения надо формировать самостоятельно (74%), и осведомлены о том, что средства на пенсию можно копить именно в НПФ (64% ответили на этот вопрос положительно). Половина опрошенных из тех, кто еще не копит на пенсию, готова обратиться в НПФ и откладывать деньги, а из тех, кто не собирается этого пока делать, большая часть назвала причиной опять-таки нехватку средств.

Стимулы для начала формирования накоплений

Для того чтобы начать копить самостоятельно, нужны стимулы. В ходе опроса респондентам были заданы вопросы о том, какие факторы они считают самыми важными для «первого шага» и какие оценивают как самые значимые. Опрашиваемые имели возможность выбрать несколько вариантов ответов из перечня предложенных или назвать свой.

Самое интересное для опрошенных — это софинансирование как со

стороны государства (такой ответ выбрали 26% опрошенных), так и со стороны работодателя (21% опрошенных). Это позволяет существенно увеличить размер накопленных средств.

Также важна возможность забрать деньги досрочно: такой ответ выбрали 38% респондентов. Возможность наследования указали 20% участвующих в опросе, и еще 16% нужны налоговые льготы. А вот защита от претензий третьих лиц заинтересовала опрошенных менее всего — 6%. Высокая зарплата — лучший стимул для того, чтобы начать копить на пенсию, об этом также вспомнили респонденты и указали в своем варианте ответа.

«Многие жители России хотели бы начать копить на пенсию самостоятельно — исследование показывает, что это важный для них вопрос. Но многие зачастую не готовы по очень простой причине — элементарно нет средств на долгосрочные инвестиции. Поэтому, если государству нужны такие ресурсы, без дополнительных стимулов не обойтись. И в ходе нашего исследования мы выяснили, какие именно. Это очень важно в преддверии запуска в России гарантированного пенсионного плана (ГПП) — варианта добровольных отчислений на пенсию. Сейчас, по оценкам экспертов, в первый год в систему ГПП удастся привлечь 1–1,5 млн человек, при том, что в законопроекте озвучены небольшие налоговые льготы и возможность забрать средства досрочно на лечение опасных для жизни болезней. При дополнительном стимулировании — например, софинансировании — число заинтересованных в самостоятельных накоплениях на пенсию граждан может существенно вырасти. Практика подобного стимулирования в разных формах распространена за рубежом — в Великобритании, Польше, Турции», — прокомментировал итоги исследования глава аналитической службы НПФ «Сафмар» Евгений Биезбардис. □

Государственная программа формирования пенсионных накоплений однажды уже разрабатывалась. Федеральным законом от 30 апреля 2008 года №56 «О дополнительных страховых взносах на накопительную часть трудовой пенсии и государственной поддержке формирования пенсионных накоплений») было введено понятие «уплаты дополнительных страховых взносов на накопительную часть трудовой пенсии» граждан. Пенсионный фонд РФ (в качестве администратора государственной программы поддержки этой программы) в 2019 году давал относительно этой программы следующие разъяснения:

— заявления о том, что программа государственного софинансирования пенсии будет отменена, прекращена или закрыта, не соответствуют действительности;

— все параметры программы государственного софинансирования пенсии жестко нормированы Федеральным законом от 30 апреля 2008 года №56 (период вступления в программу — с 1 октября 2008 года до 31 сентября 2013 года; программа для гражданина действует в течение 10 лет с года первой уплаты взносов; первый взнос участнику необходимо внести не позднее сентября 2013 года; годовые взносы участника в размере менее 2 000 рублей или более 12 000 рублей не софинансируются государством).

Таким образом, действие программы продолжается и она будет завершена в срок не ранее 2022 года, если не будет отдельного решения о ее продлении.

С 1 июля 2019 года в соответствии с Федеральным законом от 03 июля 2016 № 238-ФЗ вместо аттестации устанавливается новый порядок оценки квалификации специалистов финансового рынка

НАУФОР оценивает

ПОДРОБНО РАССКАЗЫВАЕТ РУКОВОДИТЕЛЬ ЦЕНТРА ОЦЕНКИ КВАЛИФИКАЦИЙ НАУФОР МАРИЯ БРЫЛЕВА

1. Что делать с полученными ранее аттестатами специалистов финансового рынка, действующими бессрочно? Возможно ли их применение в системе независимой оценки квалификации?

— Как мы знаем, в связи с вступлением в силу Федерального закона от 03.07.2016 № 238-ФЗ «О независимой оценке квалификации», с 1 июля 2019 года квалификационные аттестаты не могут быть использованы для подтверждения квалификации специалистов финансового рынка. Обмен квалификационных аттестатов невозможен, однако совместными усилиями участников финансового рынка и Совета по профессиональным квалификациям финансового рынка (СПКФР) был разработан и утвержден Регламент, позволяющий центрам оценки квалификаций признавать «старые» квалификационные аттестаты путем их зачета при сдаче профессионального экзамена по соответствующей квалификации.

2. То есть, по результатам такого профессионального экзамена взамен аттестата специалиста финансового рынка соискатель получит новый документ? Каким он будет?

— Не совсем верно. По итогам признания квалификационного аттестата соискатель получает свидетельство о квалификации. При этом оригинал аттестата, предоставленного для целей признания квалификации специалиста финансового рынка, остается у соискателя.

Свидетельство о квалификации — пока еще редкий для финансового рынка документ. Срок его действия (в отличие от квалификационного аттестата) в настоящее время составляет 3 года, однако профессиональное сообщество настаивает на увеличении указанного срока.

3. По каким направлениям деятельности Центр оценки квалификаций НАУФОР проводит процедуру признания квалификационных аттестатов? Будет ли эта линейка расширяться? С какими аттестатами можно обращаться в НАУФОР?

— С декабря 2019 года ЦОК НАУФОР начал процедуру признания аттестатов специалистов по депозитарной деятельности. В ближайшее время мы готовы начать выдачу свидетельств для специалистов по брокерско-дилерской деятельности,

по управлению ценными бумагами. Также планируем расширить полномочия ЦОК и получить разрешение для проведения независимой оценки специалистов управляющих компаний. Таким образом, уже сейчас мы ждем владельцев аттестатов серии 4.0 и 1.0, а в перспективе — аттестатов 5.0.

4. Как проходит процедура признания аттестатов?

— Признание аттестата — это подтверждение соискателем своего профессионального опыта по квалификации, указанной в аттестате. До конца 2020 года владельцы квалификационных аттестатов, полученных не позднее 01.07.2019 года, имеют право предоставить в любой центр оценки квалификаций комплект документов и при условии подтверждения утвержденного СПКФР стажа работы получить свидетельство о квалификации фактически без сдачи профессионального экзамена.

5. С какими основными трудностями сталкиваются соискатели, с чем эти проблемы связаны? Как на это реагирует ЦОК НАУФОР?

— Главная трудность, с которой сталкиваются владельцы квалификационных аттестатов — это нехватка трудового стажа. Необходимо понимать, что стаж работы может быть засчитан только в соответствии с квалификацией, указанной в аттестате. Иными словами, специалист по депозитарной деятельности не может претендовать на получение свидетельства по брокерско-дилерской деятельности. К сожалению, мы вынуждены отказывать соискателям, комплект документов которых не соответствует условиям признания аттестатов.

6. Сколько документов выдано за весь период, каков спрос на эту услугу?

— Процедура признания аттестатов запущена не так давно, спрос есть, но пока небольшой. Крупные компании приступили к формированию комплектов документов на своих сотрудников и планируют после стабилизации обстановки направить заявки на услугу по признанию аттестатов. На сегодняшний день мы

В 2015-2016 годы был принят Федеральный закон от 03.07.2016 №238-ФЗ «О независимой оценке квалификации, регулирующий базовые процессы развития системы профессиональных квалификаций, профессионально-общественную аккредитацию образовательных программ и независимую оценку квалификации». Указом Президента РФ от 16 апреля 2016 года был создан Национальный совет при Президенте РФ по профессиональным квалификациям. Сформированы Советы по профессиональным квалификациям в различных направлениях деятельности, в том числе, в сфере финансового рынка.

НАУФОР является Центром оценки квалификаций в отношении:

- специалист по брокерской деятельности, дилерской деятельности и деятельности по управлению ценными бумагами;
- специалист по депозитарной деятельности;
- младший финансовый консультант;
- финансовый консультант;
- специалист (тьютор) по финансовому просвещению.

выдали около 60 свидетельств по депозитарной деятельности.

7. Какие изменения в процесс переаттестации внесены из-за эпидемиологической обстановки? Продолжается ли переаттестация в настоящий момент?

— Мы продолжаем принимать и обрабатывать заявки на признание аттестатов в дистанционном режиме. Проведение профессиональных экзаменов возможно только в очной форме, поэтому мы были вынуждены перенести их на более поздние сроки.

8. Из чего складывается цена?

— Расчет себестоимости услуги определяется как сумма затрат и расходов ЦОК, в том числе большая часть — это материальные затраты СПКФР, а также затраты ЦОК для поддержания необходимой материально-технической базы.

9. Будет ли проводиться процедура признания в регионах?

— Единственное отличие процедуры признания аттестатов для сотрудников региональных компаний — это отправка комплекта документов по почте.

10. Нужно ли, по вашему мнению, воспользоваться процедурой признания аттестатов уже сейчас, или стоит подождать и пройти эту процедуру позднее?

— Если вы давно работаете на финансовом рынке и не планируете менять сферу профессиональной деятельности (и, конечно, при соблюдении всех условий признания аттестатов), то я рекомендую воспользоваться данной услугой сейчас. Поскольку проходить независимую оценку квалификации в форме полноценного профессионального экзамена достаточно сложно и на порядок дороже.

11. Тем не менее, проводит ли ЦОК НАУФОР такие экзамены? По каким направлениям и когда они планируются?

— Сейчас мы уже проводим на регулярной основе профессиональные экзамены для финансовых консультантов и специалистов по депозитарной деятельности. Надеемся, что скоро начнем прием экзаменов для специалистов по брокерско-дилерской деятельности, специалистов по управлению ценными бумагами.

12. Требуется ли свидетельство о квалификации финансовым консультантам?

— В настоящее время, согласно Указанию Банка России от 02.11.2018 № 4956-У «О требованиях к инвестиционным советникам», требования к профессиональному опыту для инвестиционных советников, являющихся индивидуальными предпринимателями, являются необязательными в случае наличия у них свидетельства о квалификации, подтверждающего соответствие требованиям профессионального стандарта «Специалист по финансовому консультированию», утвержденного Приказом Минтруда России от 19.03.2015 № 167н.

Аналогичная ситуация — с работниками инвестиционных советников, являющихся юридическими лицами, в обязанности которых входит осуществление деятельности по инвестиционному консультированию.

13. Готова ли база вопросов, чем отличается процесс ее формирования по сравнению с прежней системой аттестации?

— Комиссия по профессиональным квалификациям на рынке ценных бумаг в рабочем режиме занимается разработкой и актуализацией оценочных средств для проведения профессиональных экзаменов. Отличие

от прежней системы заключается в том, что экзамены теперь состоят из двух этапов: теоретического и практического. Прием экзаменов осуществляет экспертная комиссия, сформированная из утвержденного реестра экспертов.

14. По каким квалификациям еще готовится база вопросов?

— В ближайшее время ожидается утверждение оценочных средств для специалистов по брокерско-дилерской деятельности, специалистов по управлению ценными бумагами, специалистов по клиринговой деятельности и специалистов по организации торговли на финансовом рынке.

15. Будет ли проводиться обучение?

— Мы понимаем, что проблема обучения сотрудников актуальна для многих компаний. Консалтинговый центр НАУФОР планирует разработать программу обучения после актуализации профессионального стандарта «Специалист рынка ценных бумаг» в Минтруде России.

16. Для допуска к прохождению профессионального экзамена по отдельным квалификациям необходимо предъявить документ о повышении квалификации. Необходим ли такой документ специалистам рынка ценных бумаг?

— Да, в ряде случаев подтверждение повышения квалификации является обязательным требованием для допуска к экзамену, то есть, при подаче комплекта документов в ЦОК по квалификациям, где это необходимо, нужно будет предоставить соответствующее удостоверение, полученное по результатам дополнительного профессионального образования в образовательной организации.

17. Обязательно ли прохождение процедуры независимой оценки квалификации? С какой периодичностью необходимо будет сдавать профессиональный экзамен?

— В соответствии со статьей 4 Федерального закона от 03.07.2016 № 238-ФЗ «О независимой оценке квалификации» независимая оценка квалификации проводится по инициативе соискателя либо по направлению работодателя. Необходимость направления работников на оценку квалификаций в соответствии со статьей 196 Трудового кодекса Российской Федерации работодатель оценивает самостоятельно. На данный момент повторная сдача профессионального экзамена предусмотрена после окончания срока действия свидетельства, то есть, через 3 года. □

Масштаб потерь пока неясен

НАУФОР выпустила **квартальный обзор «Анализ рынков и деятельности паевых инвестиционных фондов за I квартал 2020 года»**

Первые два месяца рынок коллективных инвестиций, отмечается в обзоре, развивался по инерции прошлого года: отмечался достаточно сильный приток средств в открытые фонды на уровне 26–28 млрд рублей ежемесячно. В целом доходность инвестиций в ОПИФ снизилась; тем не менее, фонды, ориентированные на инновационные отрасли, драгоценные металлы и еврооблигации, показали положительные результаты.

Однако в марте ситуация в стране и мире кардинально изменилась: грянул нефтяной кризис и разразилась пандемия вируса COVID-19.

Все, что находилось раньше в фокусе внимания политиков и экспертов и, казалось, существенно влияло на настроение инвесторов, отошло на задний план и мало кого сейчас интересует. Ни первая часть торговой сделки между США и Китаем, ни вооруженный конфликт с участием одной из стран НАТО – Турции, ни формальный выход Великобритании из ЕС уже практически не. Осталось всего две проблемы: одна рукотворная — конфликт основных производителей нефти по поводу установления оптимальных для всех объемов добычи, вторая экзистенциальная — пандемия коронавируса COVID-19.

Шестого марта страны-производители не смогли договориться в рамках переговоров ОПЕК+ о параметрах соглашения об объемах добычи нефти с целью регулирования ее цены. В этой

связи эксперты закладывают в свои прогнозы не только глубокую глобальную рецессию, но и вероятность системного краха. Ожидания быстрого восстановления цен до уровня начала года отсутствуют.

Пандемия COVID-19 началась с того, что в конце декабря 2019 г. в китайском Ухане у местных жителей выявили первые случаи пневмонии неизвестного происхождения. По имеющимся оценкам, сейчас пик пандемии еще не пройден, поэтому оценивать ее последствия для экономики и жизни преждевременно. Но нет сомнений, что они будут очень серьезными.

Индустрия коллективных инвестиций отреагировала на плохие новости соответственно: уже в марте зафиксирован отток из в размере 4,4 млрд рублей. □



Виктор Коновалов
заместитель директора «Интерфакс-ЦЭА»

АКЦИИ С ВИРУСОМ

РОССИЙСКИЕ АКЦИИ, ДЕРЖАВШИЕСЯ БОЛЬШУЮ ЧАСТЬ ФЕВРАЛЯ В БОКОВИКЕ, В КОНЦЕ МЕСЯЦА УПАЛИ ИЗ-ЗА КОРОНАВИРУСА

Котировки российских акций, державшиеся в течение большей части февраля в боковом диапазоне, в конце месяца заметно упали на фоне сообщений о резком росте числа инфицированных китайским коронавирусом за пределами Китая, что вызвало беспокойство глобальных инвесторов относительно масштабов негативного влияния эпидемии на мировую экономику.

Индекс РТС снизился за месяц на 14,33% — до 1299,69 пункта, а индекс МосБиржи за счет обесценивания рубля потерял меньше — 9,5%, составив на закрытие торгов 28 февраля 2785,08 пункта. За первые два месяца года падение индекса РТС составило 16,1%, а снижение индекса МосБиржи — 8,6%.

Рынок акций РФ в конце февраля попал под волну общемирового бегства из рискованных активов

Российский рынок акций в начале февраля принял попытку коррекции вверх благодаря новостям о разработке эффективных препаратов для борьбы с коронавирусом из Китая, но уверенного роста не получилось из-за давления на рынок просевшей нефти. Глава Минэнерго РФ Александр Новак заявил, что Россия пока не готова сформу-

лировать позицию по возможным новым шагам ОПЕК+ в связи с коронавирусом, не понимая ситуацию с ним до конца.

В США с 2 февраля был введен режим чрезвычайной ситуации в стране из-за распространения коронавируса. Эксперты Goldman Sachs оценили возможный ущерб экономике США в первом квартале в 0,4 процентного пункта ВВП из-за падения числа китайских туристов и уменьшения экспорта в азиатские государства. Китайский рынок обвалился на 8% после недельных новогодних выходных, однако наметилась позитивная коррекция в Европе и США на фоне решения Народного банка Китая (НБК) снизить процентные ставки по 7-дневным и 14-дневным операциям обратного РЕПО, используемым им для вливания средств в банковскую систему. Помимо этого, регулятор

влил в финансовую систему 1,2 трлн юаней (\$173 млрд) за счет операций обратного РЕПО.

Таким образом, рынок акций РФ стал корректироваться вверх вслед за мировыми площадками после заметного падения в конце января. Позитивом для внешних рынков стали также известия, что Китай принял решение о снижении пошлин на американские товары общей стоимостью 75 млрд долларов. Это коснется повышенных пошлин, которые были введены в сентябре 2019 года в ответ на увеличение пошлин на китайские товары в США. С 14 февраля размер дополнительных 10-процентных пошлин на американские товары был снижен до 5%, а 5-процентных — до 2,5%.

Конец первой декады месяца прошел на волне снижения вслед за мировыми площадками и нефтью на сохранявшихся опасениях замедления мировой экономики и сокращения спроса на сырье в связи с распространением коронавируса; индекс РТС протестировал поддержку 1500 пунктов (минимум за два месяца), но смог удержаться выше этого рубежа; индекс МосБиржи просел к 3060 пунктам. Минэнерго США снизило свой прогноз мирового спроса на нефть и жидкое топливо в первом квартале на 800 тыс. б/с (до 100,26 млн б/с) из-за вспышки коронавируса и более теплой зимы. ОПЕК в своем отчете понизила оценку роста спроса на нефть

в 2020 году на 230 тыс. б/с — до 100,73 млн б/с, а на первое полугодие — на 400 тыс. б/с.

Однако в дальнейшем индекс МосБиржи поднялся в район 3100 пунктов, при этом локомотивом роста выступили ralliedвавшие бумаги «Газпрома» на корпоративных новостях — концерн планирует использовать нескорректированную чистую прибыль для расчета дивидендов за 2019 год. На Дне инвестора «Газпрома» в Нью-Йорке также стало известно, что «дочки» «Газпрома» начнут платить дивиденды в размере 50% от прибыли по МСФО с 2020 года (это подогрело спрос на акции «Газпром нефти», «Мосэнерго», «ОГК-2» и «ТГК-1»).

Минфин РФ и Банк России разработали законопроект о выкупе Минфином акций Сбербанка у ЦБ, которому принадлежит 50% + 1 акция банка. Пакет акций Сбербанка будет приобретен за счет средств ФНБ по рыночной стоимости, рассчитанной как средневзвешенная цена за 6 полных месяцев до даты первой сделки, при этом ЦБ РФ сделает обязательное предложение миноритарным акционерам Сбербанка о выкупе их акций.

По словам главы Федрезерва США Джерома Пауэлла, распространение коронавируса будет иметь последствия для Китая и, возможно, для США. По его словам, регулярные операции РЕПО

продлятся как минимум до апреля, выкуп векселей — до второго квартала.

Для снижения стоимости заимствования для бизнеса в условиях распространения коронавируса Народный банк Китая снизил ставку по кредитам, выдаваемым в рамках программы среднесрочного кредитования (MLF), до 3,15% с 3,25% годовых. Помимо этого, НБК влил 200 млрд юаней (28,62 млрд долларов) в банковскую систему в рамках программы MLF и еще 100 млрд юаней за счет семидневных операций обратного РЕПО.

Вместе с тем пессимизма мировым рынкам добавили новости от Apple Inc, которая предупредила инвесторов, что ее выручка во втором финансовом квартале (заканчивается 30 марта) не достигнет объявленных ранее значений из-за вспышки коронавируса в КНР. Кроме того, локальную просадку российских акций, прежде всего бумаг «Роснефти», вызвали сообщения о том, что США включили швейцарскую трейдерскую структуру «Роснефти» — Rosneft Trading S.A. — в санкционный список за операции в Венесуэле.

В конце второй декады февраля рынок акций РФ отыграл все предыдущие потери благодаря улучшению внешней фондовой конъюнктуры. Поддержку акциям «Роснефти» оказала публикация годового и квартального отчетов по МСФО, согласно которым чистая при-

быль компании в четвертом квартале выросла в 1,4 раза (до 158 млрд рублей), за весь 2019 год прибыль увеличилась на 29% (до 708 млрд рублей). Поддержку мировым рынкам оказали также новые меры Китая по ограничению последствий коронавируса: НБК понизил годовую базовую ставку loan prime rate (LPR), ставшую новым бенчмарком летом 2019 года, до 4,05% с 4,15% годовых.

Драматичной для российского рынка акций выдалась «короткая» (из-за выходного дня 24 февраля) последняя торговая неделя месяца — рынок обвалился к уровням октября прошлого года на массивных распродажах, вызванных паническим бегством инвесторов из рискованных активов из-за опасений замедления глобальной экономики в условиях распространения коронавируса за пределами Китая. Обвальное недельное падение стало рекордным за последние годы, причем откат наблюдался на всех мировых фондовых и сырьевых площадках.

Власти Южной Кореи 23 февраля объявили наивысший, «красный», уровень угрозы на фоне стремительного роста числа зараженных новым вирусом. В Южной Корее также наблюдался резкий рост числа случаев заболевания COVID-19 (по состоянию на 23 февраля было подтверждено 833 случая заболевания и зарегистрировано восемь летальных исходов). Число подтвержденных случаев заражения остроинфекционным коронавирусом в Италии достигло 203, четыре человека скончались. Таким образом, Италия вышла на третье место в мире по количеству зараженных «уханьским» вирусом после Китая и Южной Кореи.

В результате 24 февраля на глобальных рынках началась паника: фондовые индексы и нефть упали более чем на 3%, а защитные активы — золото и американские гособлигации — резко выросли в цене. Инвесторы стали опасаться, что

экономический ущерб от коронавируса может оказаться более значительным, чем предполагалось ранее.

Рынок акций РФ 27 февраля оказался под давлением массивных распродаж на фоне безостановочного падения нефти, индекс РТС во главе с бумагами «Сургутнефтегаза» (-10%) обвалился ниже 1390 пунктов, индекс МосБиржи упал до 2915 пунктов. Внешние фондовые площадки также подавали негативные сигналы из-за опасений относительно последствий коронавируса для мировой экономики. Обвальное падение российского рынка акций достигло пика в последний торговый день месяца на фоне массивных панических распродаж (индекс РТС локально опускался до 1280 пунктов, а индекс МосБиржи — до 2750 пунктов).

Падение на мировых рынках капитала вызвали растущие опасения относительно активного распространения коронавируса за пределами Китая, что потенциально может грозить миру новой пандемией, которая нанесет тяжелый урон глобальному экономическому росту. На утро 28 февраля в мире, за исключением материковой части Китая, число заразившихся коронавирусом достигло 4,441 тысяч, а общее число случаев заражения превысило 83 тыс. По данным Всемирной организации здравоохранения, коронавирус был зафиксирован уже в 46 странах мира.

Евробонды РФ из «защитных» активов переквалифицировались в рискованные

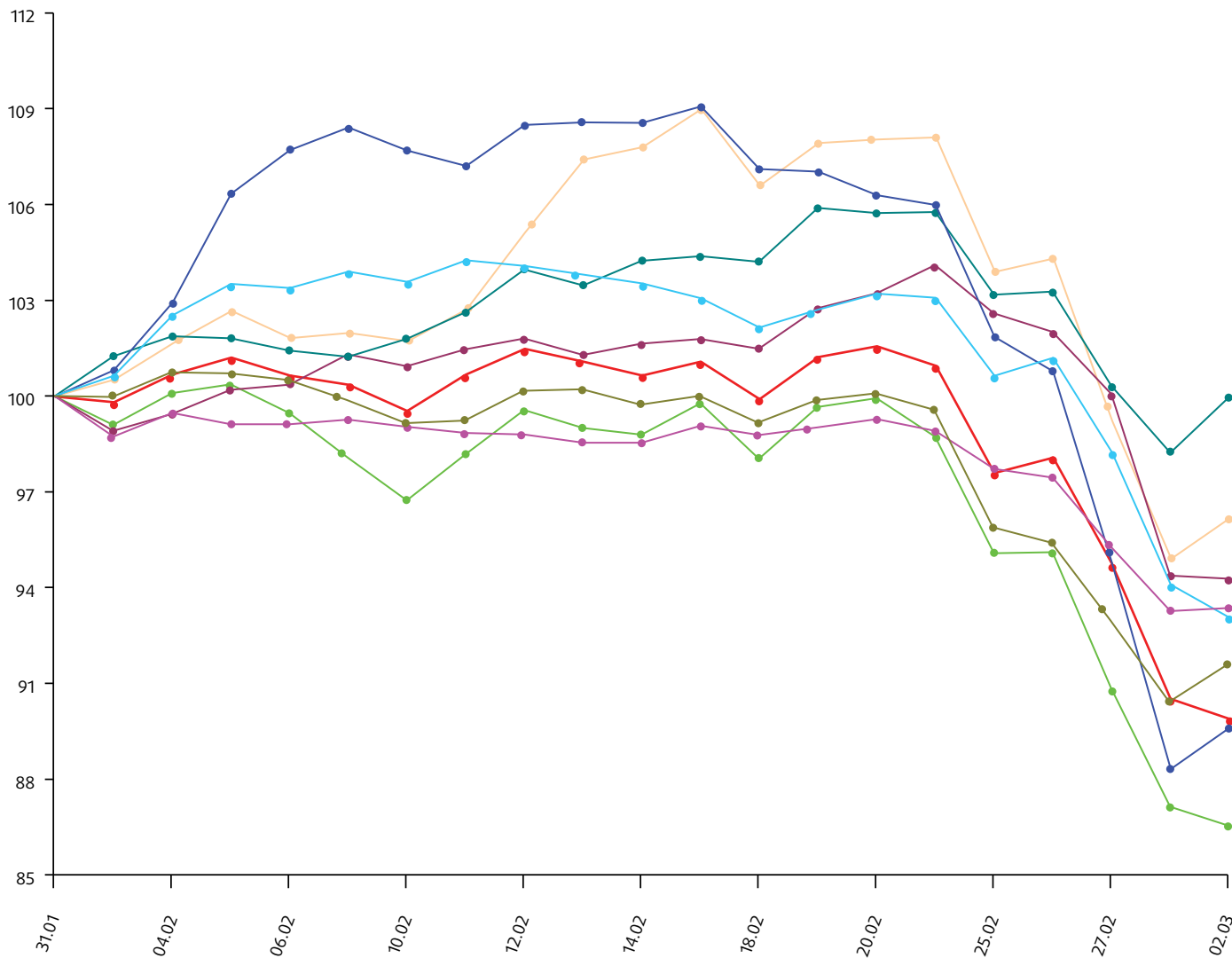
Котировки российских еврооблигаций в течение большей части февраля демонстрировали умеренный рост благодаря как внутренним факторам (положительное сальдо торгового баланса, достаточный объем золотовалютных резервов, крепкий рубль, высокие кредитные метрики), так и позитивной динамике американских казначейских обяза-

тельств (US Treasuries) на волне спроса инвесторов на «защитные» активы. Однако в конце месяца под давлением общемирового бегства от рисков отечественные евробонды оказались также во власти продавцов. При этом суверенные спреды к доходности базовых активов по итогам февраля заметно расширились в основном за счет резкого снижения процентных ставок US Treasuries.

Начало месяца было не совсем благоприятным для инвесторов — тенденция к ценовому снижению как в секторе американских казначейских обязательств, так и на рынке российских евробондов сформировалась в первый же торговый день февраля на фоне снижения у глобальных инвесторов опасений относительно масштабов негативного влияния на мировую экономику китайского коронавируса после того, как Народный банк Китая начал предпринимать меры по нормализации ситуации на финансовом рынке страны. В дальнейшем сформировавшийся негативный тренд лишь усилился, так как инвесторы стали закладывать в цены долговых бумаг ожидания того, что центробанки других стран тоже будут поддерживать экономику своих регионов стимулирующей монетарной политикой.

В середине первой недели февраля активность продавцов несколько снизилась, и рынок отечественных евробондов лег в боковой дрейф на фоне общемирового повышения у глобальных инвесторов «аппетита к риску». Произошло заметное укрепление практически всех валют развивающихся стран, в том числе рубля, рост фондовых и товарных рынков, в том числе нефти, которая была одним из наиболее пострадавших активов из-за китайского коронавируса. Негативная динамика цен российских еврооблигаций вновь преобладала 6-7 февраля, но темпы снижения замедлились по сравнению с началом месяца. Часть участников рынка взяла тайм-аут

Рисунок. Динамика сводного и отраслевых фондовых индексов ММВБ



- Индекс Мосбиржи
- нефти и газа
- электроэнергетики
- металлов и добычи
- телекоммуникаций
- транспорта
- банков и финансов
- химпроизводства
- потребтоваров и торговли

для оценки, с одной стороны, реального влияния китайского вируса на мировую экономику, а с другой стороны — действий мировых центробанков с целью минимизации потерь от эпидемии.

Вместе с тем уже 10 февраля инициатива на рынке перешла к игрокам на повышение. Причем активность торгов заметно возросла, что говорило о реальных покупках сильно подешевевших бумаг. Котировки отечественных евробондов в начале второй декады месяца сохранили растущий тренд благодаря позитивной динамике большинства долговых бумаг emerging markets. Причем ценовой рост «длинных» выпусков еврооблигаций России достигал 140-150 базисных пунктов, а снижение доходностей доходило до 7-8 базисных пунктов. В целом динамика отечественных еврооблигаций коррелировала с бондами практически всех развивающихся стран и отражала восстановление спроса инвесторов на рисковые активы.

Мировые рынки позитивно отреагировали на выступление председателя Федеральной резервной системы (ФРС) Джерома Пауэлла, представившего полугодовой доклад о денежно-кредитной политике в Комитете по финансовым услугам Палаты представителей Конгресса США. Распространение коронавируса будет иметь последствия для китайской экономики в первом квартале 2020 года и, возможно, для американской экономики, заявил Пауэлл. По его словам, пока слишком рано делать выводы о том, приведет ли эпидемия к устойчивым и значительным изменениям в экономике США. «Сейчас мы не можем оценить экономические последствия», — отметил он, добавив, что «Китай принял очень серьезные меры для борьбы с коронавирусом».

Распространение коронавируса не изменило ни прогнозы Федрезерва для американской экономики, ни мнение большинства членов Федерального комитета по операциям на открытом

рынке (FOMC) о том, что базовая процентная ставка должна остаться неизменной до конца текущего года. «FOMC уверен, что текущая денежно-кредитная политика будет поддерживать продолжение экономического роста, сохранение сильного рынка труда и возврат инфляции к целевому показателю ФРС на уровне 2%, — заявил Пауэлл. — До тех пор, пока поступающая экономическая информация в целом согласуется с нашим прогнозом, текущая денежно-кредитная политика будет оставаться целесообразной».

После бурного роста 10-11 февраля в середине месяца ситуация как в секторе базовых активов, так и на рынке отечественных евробондов стабилизировалась, и котировки продемонстрировали уже нейтральную динамику. Покупатели вернулись 18 февраля и доминировали на рынке вплоть до начала третьей декады месяца на фоне новой волны спроса глобальных инвесторов на «защитные» активы. В очередной раз на первый план вышли новости относительно китайского вируса, в частности, компания Apple Inc. предупредила инвесторов о возможном снижении доходов из-за дефицита продукции, производимой в Китае.

При этом эксперты Capital Economics считают, что ВВП Китая в первом квартале 2020 года может упасть на 2,5% по сравнению с предыдущим кварталом. Одним из примеров последствий вспышки коронавируса для экономики КНР является отмена запланированного на апрель автосалона в Пекине. Планировалось, что автосалон состоится в период с 21 по 30 апреля. Новые даты проведения мероприятия будут объявлены позднее. Кроме того, Capital Economics отмечает, что импорт в Южную Корею в первую декаду февраля упал на 50% в годовом выражении, что стало самым большим падением со времен азиатского финансового кризиса 1997 года.

В последние торговые дни февраля произошла кардинальная переоценка участниками рынка статуса отечественных бумаг, и из разряда «защитных» они перешли в категорию рискованных активов и тем самым произошла отвязка их динамики от US Treasuries, спрос на которые по-прежнему сохранялся на высоком уровне. При этом доходности американских гособлигаций упали до очередных многолетних минимумов. Настроения на мировых рынках капитала формировали в основном новости относительно распространения китайского коронавируса и оценок его негативного влияния на мировую экономику. Дополнительным негативным фактором для российских еврооблигаций выступали также падающие цены на нефть (котировки нефтяных фьючерсов на сорт Brent в конце месяца опустились ниже отметки 50 долларов за баррель).

На этом фоне снижение котировок «длинных» выпусков отечественных евробондов 27 февраля достигало 100-160 базисных пунктов, а рост доходностей доходил до 7-11 базисных пунктов; в последний торговый день месяца ценовые потери составили уже 230-280 базисных пунктов, что транслировалось в рост процентных ставок на 11-18 базисных пунктов. □