

Достройка

28 ОКТЯБРЯ 2021 ГОДА В ЕКАТЕРИНБУРГЕ СОСТОЯЛАСЬ ТРАДИЦИОННАЯ, XIII ПО СЧЕТУ, УРАЛЬСКАЯ КОНФЕРЕНЦИЯ НАУФОР «РОССИЙСКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК». I СЕССИЯ БЫЛА ПОСВЯЩЕНА РЕГУЛИРОВАНИЮ И НАДЗОРУ НА ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ

Фотографии Андрей Порубов

Участники: Роман Горюнов (генеральный директор ПАО «СПБ Биржа»); Игорь Марич (управляющий директор по продажам и развитию бизнеса, член правления ПАО «Московская Биржа»); Владимир Чистюхин (заместитель председателя Банка России).

Модератор — Алексей Тимофеев (президент НАУФОР).

Алексей Тимофеев. Уважаемые коллеги, добрый день, мы снова в Екатеринбурге и проводим нашу конференцию в очном формате. Рады всем, кто смог к нам присоединиться. Коллеги из Центрального банка примут участие дистанционно, но будут все возможности обсудить с ними повестку дня.

В первой сессии участвуют Владимир Чистюхин (заместитель председателя Центрального банка РФ), Игорь Марич (управляющий директор

Московской биржи, Роман Горюнов (генеральный директор «СПБ Биржи»). Регулятор и биржи имеют широкий взгляд на финансовый рынок. Кому, как не им, рассуждать о наиболее важных для этого рынка тенденциях, о вызовах, которые перед этим рынком стоят. Именно это я предлагаю сделать на первой сессии. Если вы не возражаете, начну с того, что поделюсь собственными соображениями на этот счет, а потом предоставлю слово Владимиру.

Что мы в НАУФОР думаем о происходящем на российском финансовом рынке? Главное событие — рост активности розничных инвесторов. На середину года число уникальных клиентов было не меньше 15 млн (думаю, что Игорь даст более свежие цифры). Объемы средств розничных инвесторов, инвестированные на фондовом рынке, также растут. Они уже превышают 8 трлн рублей как на брокерских счетах, так и на счетах доверительно-



го управления: 7 трлн 150 млрд рублей (если не ошибаюсь) — на брокерских счетах, 1 трлн 130 млрд рублей — на счетах доверительного управления.

Это с очевидностью сильная часть российского финансового рынка. Инвестиции российских розничных инвесторов в отечественные акции уже превышают их совокупные инвестиции в индустрию паевых инвестиционных фондов и индустрию негосударственных пенсионных фондов. Они приближаются к трети средств, накопленных на банковских депозитах.

Тем не менее, как мне кажется, процесс этот только в самом начале. Доля зафондированных брокерских счетов

составляет 27–30%. Это значит, что свои средства фондовому рынку предоставили около 5–6 миллионов реальных инвесторов. И стоит обратить внимание на то, что доля активных инвесторов незначительна, если сравнивать ее с общим количеством открытых брокерских счетов, но значительна, если ее сравнивать с числом счетов зафондированных.

Что касается индустрии паевых инвестиционных фондов: мы видим хорошие признаки ее развития, она растет и в объемах, и в количестве пайщиков. Главным двигателем развития является индустрия биржевых паевых инвестиционных фондов, не слишком значительная в объемах (около 160 млрд рублей),

но значительная по количеству пайщиков: из 4,5 млн пайщиков всех ПИФов совокупно около 3 млн пайщиков инвестирует именно в биржевые фонды. Это две трети.

ПИФы пока по-прежнему являются индустрией для квалифицированных инвесторов. Стоимость чистых активов той части, которая адресована инвесторам неквалифицированным, составляет 1,5 трлн рублей. Что касается российских UCITS, то, насколько я знаю, стоимость чистых активов в сумме составляет около 900 млрд. То есть, даже меньше триллиона.

Что касается инструментария, то в этом сегменте произошло второе по

значимости изменение на российском финансовом рынке. Имеет место резкий рост разнообразия инструментария, доступного всем группам инвесторов, — пока, главным образом, за счет инструментария иностранного.

Что касается российского инструментария, который также является бенефициаром, во-первых, интереса к финансовому рынку со стороны розничных инвесторов, во-вторых, бенефициаром развития локального рынка иностранных финансовых инструментов, то там мы видим заметные изменения. В части объема — в течение этого года произошел прирост стоимости капитализации на 26%, а оборот, удвоившийся в прошлом году, наверное, повторит такой рекорд и в году нынешнем. Это — следствие интереса, который демонстрируют к рынку розничные инвесторы.

Но если говорить об объемах, то рынок акций даже не восстановил объемы 2007 года в долларах и остается по-прежнему высококонцентрированным. В плане капитализации на оборот десяти крупнейших по капитализации эмитентов приходится (еще раз: я говорю о рынке акций) около 67%; около 71% приходится на долю 10 эмитентов акций, крупнейших по обороту. Лишь 150 бумаг в течение последних 10 лет были постоянно доступны инвесторам российского фондового рынка на его организованном сегменте и лишь 74 бумаги были по-настоящему ликвидны.

Я думаю, что один из главных вызовов — увеличение разнообразия инструментария отечественной части российского финансового рынка. И до достижения значительного или, может даже, кратного увеличения объемов российской части рынка мы не можем рассчитывать на по-настоящему масштабный рынок. Мы видим некоторые признаки оживления первичного рынка, но на по-настоящему масштабные IPO сможем рассчитывать лишь тогда, когда этот рынок позволит добиваться приемлемых для компаний реального сектора

мультипликаторов, будет предполагать кратное увеличение объемов этого рынка в плане и капитализации, и оборота.

Если говорить об институциональной среде, то на отечественный рынок вернулась конкуренция бирж. И индустрия, насколько я могу судить, является бенефициаром этой конкуренции, результатом этой конкуренции стали многие положительные изменения.

Согласны ли мои спикеры со сказанным? что должно быть сделано для поддержания формирующегося тренда на развитие рынка? что могло бы этот тренд усилить, каковы вызовы как в регуляторной, так и в надзорной практике? Поскольку диспропорции создают и спрос на дополнительные регуляторные усилия, и надзорные вызовы.

Хотел бы попросить высказаться по этому поводу Владимира Чистюхина. **Владимир Чистюхин.** Уважаемые коллеги, еще раз доброе утро! Прощу прощения за то, что мы не смогли присоединиться к вам физически. Думаю, это не помешает мне высказать свою точку зрения на то, куда идет российский финансовый рынок.

Мы находимся в стадии роста, она продолжается уже где-то четыре года. Рынок продолжает показывать значимые и положительные темпы прироста. Чистые активы управляющих компаний за 9 месяцев текущего года возросли почти на 2 трлн рублей, количество пащиков приблизилось к 3,5 млн человек, подавляющее большинство — физические лица.

В плане брокерского обслуживания (тоже очень коротко, потому что Алексей дал хорошую картинку) прирост клиентов в этом году за 9 месяцев превысил 7 млн человек. Думаю, к концу года будет еще больше. И практически на 4,5 трлн рублей увеличился объем активов на брокерских счетах.

Да, действительно очень большое значение продолжают иметь так называемые квалифицированные инвесторы, очень активны в контексте количества счетов кредитные организации. Но

базово мы видим, что рынок показывает рост во всех сегментах, он достаточно устойчив, и это хорошо.

При этом, что для нас тоже важно, в течение этого года количество самих профучастников очень умеренно сокращается. Все-таки это говорит о том, что профессиональные участники в контексте устойчивости и платежеспособности чувствуют себя комфортно, к ним приходит новая клиентская база, формирует денежный поток. В общем, я надеюсь, что уходы с рынка будут достаточно нечастым явлением.

С другой стороны, это говорит о том, что цифровая конкуренция — впереди, она еще скажет свое слово. И, возможно, мы будем видеть либо слияния, либо уход с рынка тех или иных участников, обусловленный бизнесом, а не регулированием. А может быть, увидим и приход новых игроков, о которых сегодня не знаем.

Я бы хотел как раз остановиться на конкуренции, сказать об этом несколько слов. Начну с цифровизации бизнеса. С одной стороны, очевидно, что это большая возможность, она сегодня широко используется профессиональными участниками. По имеющейся у нас информации, через приложения смартфона с брокерами сегодня коммуницируют более 80% клиентов, которые моложе 40 лет. Очевидно, с течением времени смартфон займет для большинства клиентов ту базовую позицию, которую уже занимает для более молодых клиентов. И почти 100% индивидуальных инвестиционных рекомендаций предоставляется через программы робоэдвайзинга. Очевидно, что по-другому розницу было охватить очень сложно, поэтому те компании, которые широко инвестируют в «цифру», начинают обладать конкурентным преимуществом. Но любая качественная инвестиция стоит недешево. Это говорит о том, что, наверное, компании с малой капитализацией имеют меньше шансов на то, чтобы широко охватывать клиентов своими услугами, если предполагается цифровой характер этих услуг.



Банк России как регулятор уже ввел требования по обеспечению операционной надежности при чрезвычайных ситуациях. Планируется установить требования к операционной надежности в условиях реализации информационных угроз, так называемых кибератак. Это все говорит о том, что регуляторная нагрузка в части «цифры» начинает возрастать, что опять-таки требует ресурса у тех профучастников, которые на этом рынке оперируют.

В этом смысле я думаю, что саморегулируемой организации надо, наверное, в первую очередь задуматься о месте малых и средних компаний; о том, каким образом они могут максимизировать

свою цифровую составляющую с наименьшими затратами. Может быть, речь должна идти о каких-то объединениях, единых платформах. Я думаю, что у рынка здесь есть потенциал между собой о чем-то договариваться. Понятно, что крупные игроки при прочих равных будут осваивать эти ниши самостоятельно. А вот средним региональным участникам нужно, я думаю, объединяться в какие-то пулы, для того чтобы давать то же разнообразие инструментов и то же качество сервиса.

Далее я хотел бы затронуть тему совмещения деятельности. Некоторое время назад Банк России выпустил консультативный доклад "Совмещение видов

деятельности на финансовом рынке", где затронуты и профессиональные участники рынка ценных бумаг. У нас было определенное количество базовых предложений относительно того, куда, как нам казалось, могла бы двигаться эта тематика. Главная идея заключается в том, чтобы разные виды лицензируемой деятельности можно было осуществлять под шапкой одного юридического лица.

Я бы сказал, что сообщество неоднозначно встретило данный доклад, и это нормально. Но самое интересное, что по ряду позиций мнения участников рынка были противоположными. Например, совмещение деятельности управляющих компаний с другими видами деятельно-

сти было встречено очень настороженно и отрицательно. Линия, которую вели мы, такова: НПФы, по большому счету, очень близки к страховщикам жизни. Соответственно, сегодня в рамках негосударственного пенсионного обеспечения НПФы могут осуществлять управление своими активами напрямую. Значит, если мы дойдем до того, что страховщики жизни могут заниматься негосударственным пенсионным обеспечением, то и до управления активами тут недалеко. Ну вот коллеги нашу позицию не поддержали. Мы не составили окончательной позиции, диалог будет продолжаться, мы будем проводить консультации, но хочу сказать, что по данному направлению предложение регулятора поддержки не получило.

С другой стороны, совмещение деятельности брокеров с деятельностью операторов инвестиционных платформ или с деятельностью небанковских поставщиков платежных услуг — было поддержано. Мне это говорит о том, что, наверно, нужно это действительно оценивать с точки зрения конкуренции: как поменяется конкурентный ландшафт для тех сложившихся видов бизнеса, которые теоретически, с одной стороны, через совмещение деятельности могут получить дополнительные возможности, а с другой стороны — столкнуться с большими трудностями по защите своего бизнеса, в котором появятся дополнительные конкуренты, возможно, достаточно сильные игроки, которые, соответственно, будут теснить уже тех, кто на этом рынке работает давно.

Я предлагаю всем активно участвовать в этих дискуссиях, потому что таким образом мы, шаг за шагом, определяем будущее лицо финансового рынка на ближайшие, наверно, десять лет вперед. И хотелось бы, чтобы мы, даже совершая, возможно, в ряде случаев какие-то резкие шаги, все-таки не выплеснули с водой ребенка, чтобы мы оставили главную идею — облегчить бизнесу жизнь. И чтобы это не привело

к тому, что мы закрываем те либо иные линии бизнеса.

Не могу не остановиться на вопросе конкуренции между иностранными и российскими инструментами в портфелях клиентов. В Банке России тоже идет достаточно большая дискуссия на этот счет. Я бы сформулировал несколько тезисов, которые, с моей точки зрения, позволяют определить нашу позицию, позволяют понять, как мы относимся к этому вопросу.

Первое: мы за диверсификацию портфеля. Мы считаем, что клиенты должны иметь возможность приобретать разные инструменты: конечно, соответственно своему риск-профилю, но при прочих равных разные инструменты. Это могут быть российские инструменты, это могут быть иностранные инструменты, и внутри конкретной категории (российские, иностранные) это также могут быть разные инструменты.

Но мы не обязаны, более того, не должны стимулировать вложения в иностранные инструменты. Нашей целью не была государственная поддержка иностранных инструментов. Нашей целью было запустить инвестора, в первую очередь розничного инвестора, на финансовый рынок. С учетом тех цифр, которые Алексей и я обозначили, можно считать, что эта цель достаточно успешно реализована. Я уверен, что нашему рынку есть куда развиваться дальше, при прочих равных. Соответственно, мы должны подумать над тем, как стимулировать через разного рода налоговые преференции именно вложения в российские инструменты, в российские ценные бумаги.

При этом даже при таком стимулировании российских инструментов мы полагаем правильным отдавать предпочтение более долгосрочным инструментам, чем краткосрочным.

И, наконец, последний элемент в этой части. Мы будем стараться сохранять конкурентоспособность российских участников по сравнению с иностранными. Здесь я говорю о теме допуска

неспонсируемых ETF. С участниками рынка была большая дискуссия на этот счет. Это было совместное решение еще при принятии законодательства о квал/неквалинвесторах, и с апреля 2022 года на отечественный рынок допускаются неспонсируемые ETF в относительно упрощенном режиме. Наша задача — к этому моменту (ну или практически к этому моменту) сделать все возможное, чтобы и российские управляющие компании, у которых есть свои биржевые паевые инвестиционные фонды, чувствовали себя максимально комфортно. Я не говорю, чтобы они полностью превалялись над ETF, но имеющийся регуляторный гэп надо бы, конечно, сократить. И регулятор подготовил ряд предложений, которые, с нашей точки зрения, этот гэп существенно снижают.

Более того, как я недавно выяснил в обсуждении с коллегами, есть еще потенциал по движению в эту сторону. Возможно, надо еще раз подумать о том предложении, которое нам выдвигали участники рынка: подумать, нужно ли фактически дублировать два расчета цены или оставить какой-то один. Я думаю, что мы будем двигаться по этому вопросу. Соответственно, посмотрим, как этот механизм заработает, может быть, примем дополнительные решения. Я не говорю о концентрации, не говорю о большем количестве допуска к инструментам, — это все мы обсуждали, и я думаю, что все это будет реализовано через нормат.

Последний момент, на котором я хочу остановиться, — устойчивость профучастников. Уже примерно пару лет назад регулятор сменил фокус внимания с устойчивости брокерского сообщества на качество оказания услуг для розничного клиента, это продолжает оставаться очень важным. Но мы увидели, что с ростом масштабов бизнеса опять стали возвращаться потенциальные финансовые риски. Эти финансовые риски связаны с ситуацией, когда на брокерских счетах образуется большое количество остатков,



и брокеры имеют право использовать эти остатки активов клиентов.

Они не просто могут, они их используют. В ситуации, когда брокер принимает на себя кредитный риск (через сделки предоставляя активы клиента каким-то иным сторонам), для регулятора важно, чтобы клиент, которому изначально принадлежат средства, был защищен через капитал брокера и формируемые им резервы. Поэтому с 1 октября текущего года Банк России ввел требования по капиталу, по резервам, также введено требование по краткосрочной ликвидности, эти требования вступают в силу поэтапно. Для нас важно, что дан очень четкий посыл

относительно качества тех контрагентов, которым брокер предоставляет эти активы.

Плюс к этому в среднесрочной перспективе мы думаем о регулировании риска концентрации, для того чтобы дефолт крупного контрагента не привел по факту к дефолту профессионального участника.

Думаю, что в отношении концентрации мы будем двигаться очень аккуратно, потому что надо посмотреть, как заработают нормативы регулятора по достаточности капитала и ликвидности. После этого, соответственно, точно так же — спокойно, в консультациях с рынком, будем решать вопрос, что делать с

концентрацией. Но мы точно планируем этот вопрос решить.

Коллеги, на этом завершу. Буду готов участвовать в дискуссии. Спасибо большое.

Алексей Тимофеев. Владимир, спасибо большое. Мне кажется, исключительно важно, что Владимир так много говорил о конкуренции. Я, например, не упомянул об этом, а считаю эту тему одной из важнейших. Мы находимся где-то на границе, когда доминирование станет вредить развитию финансового рынка. На мой взгляд, мы эту границу еще не перешли, и надо быть очень осторожными в том, чтобы это не произошло в силу каких-то, может быть, неудачных



регулятивных решений или недостаточной активности в области борьбы с доминированием на финансовом рынке.

Должен сказать, мне нравится, как действует Центральный банк — в некоторых, по крайней мере, областях. Мне кажется, это очень тонкая политика, когда ставка на стимулирование интереса к российским институтам и российским инструментам делается без вреда для продуктового разнообразия. Продуктовое разнообразие — одно из главных достижений последних лет в развитии российского финансового рынка. Оно является не следствием интереса к этому рынку со стороны розничных инвесторов, а одной из главных

причин такого интереса. Потому что возможность диверсификации, которую российские инвесторы получили с недавнего времени, является ключевой опцией для того, чтобы они обратили внимание на финансовый рынок. И нужно идти дальше по пути увеличения круга доступных инвесторам инструментов. И даже выскажу такую, вовсе не крамольную, мне кажется, мысль: каждой группе инвесторов нужна какая-то своя группа инструментов.

Может быть, мы увидим некоторое снижение темпов прироста розничных инвесторов на фондовом рынке: просто потому что те, кого интересовал доступный к настоящему моменту круг фи-

нансовых инструментов, на этот рынок уже вышли. И, таким образом, мудрая политика должна заключаться в том, чтобы давать инвесторам все больше разнообразия. Таким образом привлекая на рынок все больше инвесторов, — тех, кто интересуется новыми видами инструментов, новыми возможностями комбинирования доступных финансовых инструментов.

Игорь, по-моему, имеется отличная возможность продолжить разговор: может быть, прокомментируйте уже сказанное, поделитесь своими соображениями.

Игорь Марич. Спасибо большое, Алексей. Доброе утро всем! Я все же

не сдержался и подготовил немного слайдов.

Основной лейтмотив разговоров в кулуарах конференции таков: 2020 год был очень специфический, но очень успешный для индустрии, а 2021-й оказался еще успешнее. Мы видим, что действительно на российский финансовый рынок продолжают активно приходить деньги вместе с клиентами. На Московской бирже мы рассчитываем в этом году увидеть под конец года общий объем торгов в 1 квадриллион рублей: знаковая цифра.

Но главное все же не это, а цифры с правой стороны слайда, про розничных инвесторов. Алексей немножко поторопился, когда сказал, что их уже 15 млн. По нашим расчетам, вчера до 15 млн не хватало 20 тысяч.

Не все счета зафондированы, много счетов с очень небольшими деньгами. Но все равно, конечно, 15 млн — это знаковая цифра, которой мы все вместе за очень небольшой период времени сумели добиться.

На рынке работает 16% активных инвесторов (это те, кто заключают сделку хотя бы раз в месяц. Это число не меняется, но тем не менее в сентябре сделки заключили 2,3 млн клиентов, это самая большая цифра за все время. Конечно, это тоже очень важно.

При этом, что довольно интересно, есть большой спрос на иностранные инструменты. К тому же, по опросу «Левады», этот спрос в значительной степени не только сформирован, но и удовлетворяется за счет высокорисковых, высоковолатильных инструментов. Если честно, то нам это было понятно даже без «Левады». Более 50% решений по инвестированию в иностранные акции принималось без участия брокеров, — без их консультирования, аналитики, инвестиционных идей. Хотя, казалось бы, именно инвестиционные идеи являются основным драйвером решений на финансовом рынке.

Именно вложения в акции и долевыми инструментами в этом году в портфелях розничных инвесторов впервые превы-

сили вложения в долговые инструменты. Это тоже довольно важное изменение профиля клиента. То есть сформирована довольно большая склонность к риску за время, когда рынок довольно агрессивно рос. При этом, по-видимому, в своих решениях инвесторы (притом, это новые инвесторы, только приходящие на рынок) больше опираются не на профучастников, а на иные источники информации. На мой взгляд, это довольно большой вызов, с которым нам всем и сейчас уже приходится сталкиваться. А главное, предстоит с ним работать в последующие годы, когда ситуация на рынке может несколько поменяться.

Теперь про рынок акций — основной драйвер всего этого роста. Оборот за 9 месяцев этого года практически сравнялся с оборотом прошлого года. Мощный рост на рынке акций — это не только результат того, что очень хорошо росли индексы, но и, повторюсь, следствие притока на рынок клиентов и их денег.

Если посмотреть на динамику IPO и SPO за прошлый и текущий годы, то он работает все лучше и лучше. В прошлом году было 14 IPO, SPO и листингов на российской площадке акций российских эмитентов, прежде обращавшихся не в России. В начале этого года звучали довольно смелые прогнозы на то, что будет от 10 до 20 новых IPO и SPO. Сегодня таких — 15, но мы видим новые размещения уже буквально на выходе, поэтому очень надеемся, что общее количество размещений будет близко к верхней границе прогноза.

Для российского рынка это очень хорошая цифра. Понятно, что сравнение с азиатскими рынками, с американским рынком будет не таким эффективным, но здесь надо быть все же реалистами: деревья не сразу вырастают до небес. Ситуация, которую мы сейчас видим — очень хорошая, приток розничных клиентов очень сильно сформировал интерес к российскому рынку капитала со стороны эмитентов. Это очень важно само по себе. Плюс это позволяет обе-

спечить улучшение диверсификации нашего индекса. За два-три года доля сырьевых компаний в индексе сократилась на 10%; в два раза выросла доля IT-сектора и телекоммуникаций. Это ценно само по себе, но это еще к тому же позволяет Мосбирже расширять и развивать сектор инструментов коллективных инвестиций: тех самых БПИФов и других инвестиционных фондов.

По БПИФам Алексей уже дал статистику. Действительно, это по-прежнему очень бурно растущий сегмент. Если включать туда же (как мы обычно делаем) спонсируемые ETF (не те иностранные фонды, которые, как мы предполагаем, придут на наш рынок после 1 апреля, а те, которые уже осознанно пришли, совершив необходимые для этого действия вкупе с заключением договора с Биржей), то объем этого рынка принципиально вырос. Он составляет уже больше 200 млрд рублей (даже ближе к 250 млрд) под управлением. И более 3 млн клиентов в этом году заключали сделки с инструментами БПИФ/ETF: это тоже очень знаковая, рекордная цифра.

Что еще важно. На рынке присутствуют бумаги 220 эмитентов, — вроде бы, не очень много. Но 10% из них появились на бирже за последние пять лет. На мой взгляд, это тоже подтверждение того, что рынок довольно хорошо развивается.

Про рынок облигаций сейчас немного тоже поговорим. В принципе, это абсолютно другой сегмент, с абсолютно другой динамикой. В прошлом году российские компании привлекли 4 трлн рублей через выпуск корпоративных облигаций. Сначала мы видели отставание от прошлого года, потом за III квартал довольно сильно наверстали, но последние изменения процентной ставки опять несколько притормозили рынок. В целом, конечно, динамика процентной ставки очень сильно сказывается на рынке облигаций. Наверное, в этом году все же мы не увидим тех объемов, которые видели в прошлом году (я аб-

страгируюсь от выпуска госдолга, это отдельная история).

Но продолжается приток розничных клиентов в сегмент облигаций: увеличивается их доля и в покупках на первичном рынке, и на вторичном рынке. И, на мой взгляд, в следующем году облигации станут еще более интересны инвесторам. На мой взгляд, рынок облигаций сейчас пока что привлекает меньше внимания инвесторов. Такое положение должно и может поменяться. И мы как индустрия тоже можем поучаствовать в изменении этого отношения.

Одно из самых важных изменений в регулировании, которое случилось в текущем году, касается регулирования квал/неквалинвесторов. В целом, несмотря на бурную дискуссию, рынок не сильно пострадал от нового регулирования. Мы не видим особого негативного влияния, все получилось довольно сбалансировано, за исключением сегмента облигаций со структурным доходом.

В начале недели была проведена совместная конференция Московской биржи и НАУФОР по структурным продуктам. На Московской бирже очень существенный сегмент рынка облигаций составляют облигации со структурным доходом. После того, как они стали доступны с начала года только для квалинвесторов, существенно уменьшился и объем размещений, и количество инвесторов, которые их покупают.

Если переходить к будущему, то по итогам осмысления результатов тестирования и тех изменений, которые должны быть введены в действие с 1 апреля 2020 года, мы очень рассчитываем увидеть иное отношение к тому, какие облигации со структурным доходом (может быть даже и структурные облигации) могут быть доступны для разных категорий инвесторов.

Надо сделать многое в плане и улучшения информированности клиентов, и работы с риском (какие индексы могут быть в основе, как выглядит ценообразование, как выглядит ликвидность по

этим инструментам). Но в целом, как мне кажется, ответы на эти вопросы могут быть найдены. И я надеюсь, что нахождение ответов позволит поправить картину рынка, которую мы видим сейчас.

Пару слов про рынок деривативов: как ОТС, так и биржевых. Для нашей конференции, наверное, больше актуальна тема биржевых деривативов. Динамика на рынке акций, а также рынок коммодитиз, который в этом году оказался экстремально горячим, — все это позитивно сказалось на объемах торгов рынка деривативов. В этих сегментах мы видим существенный — в 2 раза — рост количества активных клиентов. Много чего сделано с точки зрения расширения линейки. Здесь уже много сказано про большой интерес инвесторов к новым инструментам. Биржа старается, естественно, этот спрос удовлетворять, в том числе, за счет инструментов на так называемые глобальные индикаторы. Инструмент на S&P-500 показал очень мощную динамику и весьма востребован инвесторами.

Мы и дальше собираемся в этом направлении активно развиваться. Тема следующего года — опционы на акции. Мы рассчитываем их довольно скоро уже запустить, причем это касается и российских, и иностранных акций.

Сегмент очень важен в целом для рынка. На наших глазах увеличивается спрос на хеджирование, в связи с этим растут объемы сделок с процентными и валютными деривативами (особенно процентными). С 1 октября появился обязательный централизованный клиринг по ОТС-деривативам — процентным, товарным. И это видно сейчас по объемам рынка. Большой спрос, большой интерес транслируется в увеличение объемов и количество открытых позиций в этом сегменте.

Ну и последнее. Ни на одной сейчас конференции нельзя, на мой взгляд, обойти тему ESG. На самом деле это —

не мода. Это то, что в значительной степени уже определяет и в дальнейшем будет еще больше определять развитие нашего бизнеса.

На мой взгляд, основная задача, которую мы решаем именно как организатор рынка — чтобы на финансовом рынке появились и активно развивались именно ESG-сегменты. И мы видим рост соответствующего сектора на рынке облигаций; появление новых инструментов коллективных инвестиций на «зеленые» или социальные инструменты, поскольку это отражает интерес инвесторов.

Я абсолютно убежден, что новое поколение, которое все активнее приходит на финансовый рынок, гораздо более внимательно смотрит то, какой бизнес ведет компания, принимая инвестиционные решения. Это тоже будет одним из мощных драйверов развития ESG-тематики.

Ну, и несколько слов о вызовах. На мой взгляд, помимо расширения продуктовой линейки, абсолютно точно будет вызовом расширение времени торгов. Формат 24/7, о котором все говорят, является пока скорее видением, чем планом. Но мы в конце года расширим время торгов на рынке акций, торги начнут стартовать в 7 утра. Это последний, собственно говоря, рынок, который пока стартует относительно поздно, фактически в 10 утра по Москве. После этого все рынки будут торговать с 7 утра. И это не конец пути, это только начало. Мы видим спрос от участников на то, чтобы возможность совершать операции имела в любой момент времени. Мы как инфраструктура должны эту возможность дать. Это очень большой вызов, который требует много чего поменять и в технологиях, и в бизнес-процессах. Вот будем над ним дружно работать.

Ну, и развитие первичного рынка акций и облигаций абсолютно точно продолжится.

Вчера была очень интересная дискуссия о том, что в любом случае будущее будет порождать больший спрос



на клиринговые сервисы со стороны разных участников ОТС-рынка, разных пулов ликвидности. Мы в этом направлении уже довольно активно работаем, стремясь предлагать свои сервисы (в первую очередь клиринговые риск-менеджменты) для ОТС-рынков.

Регуляторные вызовы. Мне кажется, что дальнейшая наша жизнь в условиях регулирования квалов/неквалов и, наверное, дальнейшее регулирование, которое будет возникать в контексте фрагментации ликвидности и интернализации объемов торгов, — это то, с чем мы будем довольно активно работать в следующем году.

Ну, как-то так. Спасибо.

Алексей Тимофеев. Игорь, спасибо. Но можешь ли ты сказать (может быть, после выступления Романа), что вы собираетесь делать как биржа и на чем вы как биржа концентрируетесь, в более широком контексте. Я услышал про структурные продукты: что хорошо было бы расширить их круг. А что можно сказать об институциональных инвесторах? что нужно делать для сохранения тенденции привлечения на фондовый рынок розничных инвесторов?

Игорь Марич. Хорошо, я дополню. Расширение спектра доступных инструментов — ключевая идея. Причем это касается абсолютно всех рынков.

Дальше. Упрощение доступа. В плане упрощения доступа различных категорий клиентов к рынку уже очень много всего сделано. Но это дорога без конца, здесь всегда есть что еще делать, и мы над этим тоже довольно много работаем.

И, может быть, не менее важная тема, чем уже здесь прозвучавшие — дальнейшая работа над повышением информированности клиентов и повышением их так называемой инвестиционной грамотности. Мы давно и очень активно начали это делать, еще более активно продолжили делать в этом году, и будем уделять этому направлению очень много внимания и ресурсов в следующие годы.



Про ОТС-клиринг я уже сказал. Собственно говоря, это, наверное, основные вещи.

Алексей Тимофеев. Игорь, спасибо. Присоединюсь к идее расширения круга структурных продуктов. Я, правда, планирую обсудить это с Михаилом Мамутой в следующей сессии. Этому вопросу мы также посвятили совсем немало времени на совместной конференции НАУФОР и Московской биржи, посвященной структурным продуктам.

Суть наших предложений заключается в том, что следовало бы заполнить бассейн хотя бы до половины. Сейчас он фактически наполнен по щиколотку: разрешенный для неквалифициро-

ванных инвесторов круг структурных продуктов по существу не соблазняет спуститься туда и поплыть.

Уже созданы механизмы защиты неквалифицированных инвесторов: в виде и тестирования, и паспортов сложных финансовых инструментов, и наделения Центрального банка правом требовать выкупа финансовых инструментов в том случае, если они были проданы с нарушением требований.

Наше предложение заключается в том, чтобы налить этот бассейн хотя бы наполовину, расширить круг доступных неквалифицированным инвесторам структурных продуктов по сравнению с существующим. Давайте сделаем это

после 1 апреля, это полностью укладывается в контекст расширения инструментария.

Что касается ESG, то я, наверное, еще не до конца стал адептом этого подхода. На мой взгляд, это проект про то, как не потерять в изменяющемся мире свои достижения, а не про собственно развитие.

Развитие реализуется через другие решения.

Роман, тебе слово. Жду твоего взгляда на происходящее. Чем более концептуальным такой взгляд будет, тем лучше. Если у тебя есть предложения, тем более буду рад.
Роман Горюнов. Спасибо большое, Алексей. Как всегда, огромное спасибо за проводимую в Екатеринбурге конфе-

ренцию, на которую мы всегда любим приезжать. Вообще формат очень интересный сегодня.

Первое, что хотел бы сказать: я согласен практически со всем, что говорил Игорь. В общем, даже нашу презентацию можно было бы, наверное, не показывать, потому что она очень сильно похожа. Вообще такое ощущение, что коллеги почитали нашу презентацию (которую мы для аналитиков показываем сейчас в рамках проекта, про который нельзя рассказывать): все очень похоже в направлениях развития.

Но некоторые ремарки по мотивам выступлений, наверное, сделаю.

Я абсолютно согласен с тем, что российский фондовый рынок растет очень быстрыми темпами. И огромным достижением является увеличение его емкости и ликвидности — в том числе за счет развития локального рынка иностранных бумаг. Уверен, что, собственно говоря, именно емкость рынка и объемы торгов на нем являются главным показателем, в том числе, в контексте привлекательности его как для российских эмитентов, так и для международных инвесторов, про которых мы тоже внезапно вспомнили, и возможность привлечения которых на российский рынок является одной из важнейших на ближайшие несколько лет. Но об этом я немножко поговорю.

Остановлюсь на том, о чем уже сказал Игорь: а чем же торгуют российские инвесторы в контексте иностранных бумаг. На самом деле может получаться очень распределенный портфель. Доля бумаг топовых эмитентов здесь достаточно низкая, несравнимо ниже, чем на рынке российской бумаг. Для нас стало удивительным то, что мы добавляем новые бумаги — ими всеми торгуют, мы снова добавляем новые бумаги — ими всеми снова торгуют. Когда в обороте находилось 500 бумаг, казалось, что этого достаточно. Потом стало 1,5 тысячи — и 1,5 тысячами торгуют. Сейчас мы добавили еще 100 бумаг — ими тоже

продолжают торговать. То есть на самом деле спрос инвесторов на расширение круга продуктов есть, он подтвержден. И, по нашему мнению, эту тенденцию надо продолжать.

Но я хотел бы обратить внимание, что на самом деле люди торгуют скорее даже не иностранными бумагами, а названиями компаний, которые им понятны, известны и у которых нет аналогов на российском рынке. Поэтому я бы не демонизировал историю про рынок иностранных бумаг. Если честно, мне кажется, что эта дискуссия создана искусственно. Люди выбирают конкретные инвестиционные стратегии и конкретные идеи. Если по «Газпрому» есть идеи, они торгуют «Газпромом», если по «Тесле» есть идеи, они торгуют «Теслой». В умах рядового инвестора нет разделения — российскую бумагу покупать или иностранную, он покупает инвестиционную идею. Мы в собственном сознании культивируем какое-то противостояние, которого на самом деле у миллионов людей, которых мы привлекаем на рынок, в сознании нет вообще. Для них Apple такой же российский, потому что они все пользуются айфонами. Поэтому предлагаю градус этого противостояния немножко снижать.

Я согласен, что надо стимулировать выход российских эмитентов и расширять количество инструментов. Мы в этом все заинтересованы, но не в контексте противостояния. Задача биржи как инфраструктуры — просто физически увеличивать количество инструментов, количество инвестиционных стратегий.

Касательно рисков и того, как инвесторы принимают решения. Я согласен, что рынок поменялся. Но он поменялся не в России, а вообще во всем мире. Действительно инвесторы очень часто торгуют скорее эмоционально. Ну и вообще мы сейчас видим на рынке, что цены или мультипликаторы некоторых компаний не описываются никакими, условно, разумными аналитическими моделями. Но эти компании все равно

стоят столько, сколько стоят, потому что на них есть спрос. Во всем мире игроками, которые определяют поведение рынка, стали ритейл-инвесторы. Они не полностью определяют поведение рынка, но точно влияют, это признают все. Я думаю, что это структурное изменение рынка, последствия которого мы, наверное, до конца сейчас не можем понять.

В прошлом году, когда началась пандемия ковида, на мой взгляд, случилась вообще уникальная ситуация. На рынке происходили события, которые раньше сложно было себе представить. Огромное количество инвесторов опять же во всем мире, не только в России, делали какие-то интуитивно понятные стратегии. Типа, начался ковид, авиакомпании не летают, все сидят в Zoom: значит, надо бумаги авиакомпаний продавать, бумаги Zoom покупать. Самое смешное, что авиакомпании реально попадали, а Zoom вырос, в итоге люди заработали и там, и там. Потом, в ноябре, когда у всех было ощущение, что Ковид кончился и надо перевернуться, все перевернулись и опять выиграли. Причем никого не интересовало, какие в этот момент времени мультипликаторы у Zoom, у авиакомпаний. Рынок поддался очень простому, интуитивно понятному поведению ритейла и повторил, собственно говоря, то, что делал этот ритейл. Не знаю, насколько устойчив этот тренд, но в последние пару лет он был очевиден.

И в продолжение этого тренда мы решили сделать индекс, основанный на поведении российских розничных инвесторов, чтобы можно было этот тренд как-то ощутить и померить. У нас есть уникальная маркетинговая...

Алексей Тимофеев. Мысль понятна. Мы тут, на конференции НАУФОР, избегаем рекламы.

Роман Горюнов. Да. Суть следующая: российские ритейл-инвесторы за два последних года обыграли NASDAQ на 50%. Мы очень сильно переживали по поводу того, что они делают рискованные



стратегии, без аналитики и всего остального. А по факту они на 50% обыграли NASDAQ.

Очень интересно посмотреть, что будет происходить в дальнейшем, в тот момент, когда наступит коррекция, если она наступит, — может ведь и не наступить.

Для нас это интересный, в том числе...

Алексей Тимофеев. Да, ты сейчас продолжишь. Я просто хочу, чтобы Игорь тоже потом, может быть, высказался по поводу того, насколько устойчивой является вот эта иррациональность рынка, свидетелями которой мы сейчас являемся.

Роман Горюнов. В отношении рисков инвесторов. Я бы, исходя из того, что вижу, в текущий момент времени оценивал риски, связанные с входом клиентов ритейла в рынок облигаций, чуть повыше, чем в акции, если честно. То, что цены на акции могут упасть, все интуитивно понимают. А вот касательно бондов, мне кажется, людям не так уж понятно, что при росте ставки они получают отрицательную переоценку. И мне кажется, что в плане именно оценки рисков для простых людей рынок бондов представляет более серьезную проблему, чем рынок акций. По крайней мере, в ближайшее время.

Я еще хотел коротко остановиться на привлечении международных инвесторов: мне кажется, что это действительно важный фактор. Каким-то чудесным образом нам удалось сформировать ликвидность по международным активам в то время, когда другие международные площадки закрыты. И выяснилось, что в мире огромное количество людей вообще не знает, что можно в то время, когда Америка закрыта, торговать международными активами. У нас уже есть достаточно подтвержденные гипотезы, смысл которых в том, что у российского финансового рынка есть на текущий момент уникальная возможность расширить свою клиентскую базу за счет

международных клиентов. Нам кажется, что это крайне важно.

Мы сейчас находимся в активном диалоге по этому вопросу с Банком России, Минфином и другими регулирующими органами. Нам приятно очень конструктивная позиция регулятора, в том числе в вопросе идентификации иностранных клиентов. Насколько я понимаю, те разъяснения, которые на текущий момент получены со стороны Банка России, говорят о том, что сейчас все в руках самих участников рынка. Никаких запретов нет, участники могут это делать. Теперь надо уже обеспечивать такие возможности собственными технологическими решениями.

Второй момент, который мы бы достаточно активно просили сделать — отменить налогообложение нерезидентов по операциям на российском финансовом рынке. Потому что, по нашему мнению, действующий 30-процентный налог является запретительным. Для огромного количества стран (в том числе, для Белоруссии) у РФ вообще нет соглашения об избежании двойного налогообложения. Это значит, что российская юрисдикция привносит дополнительный 30-процентный налог для международных инвесторов, что, в общем, нивелирует все преимущества, которые у нас возникли за последнее время на базе достижений российского рынка, российской инфраструктуры.

Мы абсолютно уверены, что существующий тренд необратим, и даже конъюнктурные изменения вряд ли сильно на него повлияют. Мы думаем, что количество счетов (особенно активных счетов) вырастет в несколько раз в ближайшие несколько лет, потенциал роста у всех очень хороший. Но, по нашему мнению, есть огромный потенциал роста еще и за счет привлечения международных инвесторов. Призываю всех на это обратить внимание. Я закончил.
Алексей Тимофеев. Игорь, о рациональности стратегий инвесторов.

Игорь Марич. Действительно, в текущей ситуации инвесторы постоянно подпитываются новыми идеями. В начале года покупали иностранные акции более активно, чем российские. Во второй половине года — гораздо более активно покупали российские акции. Сейчас объемы торгов по российским акциям больше, чем по иностранным. Это все довольно динамично меняется, в зависимости от конкретных идей. Но это все равно происходит в рамках текущей картины мира. Насколько она может поменяться? Я думаю, что она может поменяться все же довольно существенно. И это скажется, безусловно, на рынке акций, на действиях инвесторов этого рынка.

С другой стороны, я все же относительно уверен в том, что склонность к использованию инструментов финансового рынка (в том числе, долевых инструментов) у инвесторов уже вполне себе сформировалась. Они от этого теперь просто так не откажутся. Просто я надеюсь (думаю даже, что так оно и будет), что рациональность все же будет возвращаться. И по мере возвращения будут больше востребованы инструменты коллективных инвестиций, а не попытки найти неведомую никому альфу на каких-то отдельных именах [эмитентов акций].

По поводу рынка облигаций. Да, мы все прекрасно помним истории, когда сильные изменения ситуации на рынке или каких-то макропоказателей приводили к тому, что и в сегменте корпоративных облигаций возникали разные проблемы, — может быть, неожиданные для инвесторов. Тем не менее, в целом, в России рынок облигаций сейчас еще недоутилизирован. И я думаю, что все же инвесторы будут приобретать больше инструментов с фиксированной доходностью, облигации будут составлять более значительную долю в их портфелях, и это хорошо. С точки зрения именно общего баланса рисков в целом это все же будет хорошо.

Алексей Тимофеев. Спасибо большое. Я немного дополню слова Романа по поводу иностранных инвесторов.

Во-первых, насчет упрощения идентификации: выяснилось, что ничего упрощать и не нужно, российские брокеры могут пользоваться общими подходами к идентификации зарубежных клиентов. Мы очень рассчитываем, что регулятор подтвердит эту позицию, ждем ответ на соответствующий запрос НАУФОР. Это отлично, это открывает возможности. Для многих из брокеров это было препятствием для предложения своих услуг нерезидентам. А сейчас, когда появилась еще и причина пригласить иностранных инвесторов на российский рынок, они, я надеюсь, воспользуются такой возможностью.

Российский финансовый рынок и по глубине, и по качеству инфраструктуры, и по разнообразию финансового инструментария — лучший среди стран региона, а по временному поясу дает возможности, которые иностранные инвесторы игнорировать больше не могут. И я, кстати говоря, рад, что Московская биржа присоединилась и развивает проект международного рынка. Соглашусь полностью со сказанным Игорем.

Второе — отмена ставки налога для нерезидентов. Да, это было бы вторым сильным аргументом в конкуренции между финансовыми центрами, по крайней мере, за средства иностранных инвесторов. Приток средств на российский финансовый рынок теперь тем более интересен иностранным инвесторам, поскольку доля отечественных участников на нем растет.

И (об этом говорил Игорь) никакие меры, стимулирующие интерес розничных инвесторов, в первую очередь к институтам коллективного инвестирования, — не будут лишними для нас. Интерес граждан в первую очередь к брокерским услугам — в какой-то степени, на мой взгляд, является болезнью роста. Ко всему прочему, брокеры предлагают очень близкую к доверительному

управлению комбинацию услуг брокерского обслуживания и инвестиционного консультирования, удовлетворяя таким образом спрос на портфельное управление. Но это должно измениться. И это тем важнее, чем о более мелких инвесторах идет речь.

Роман Горюнов. В продолжение разговора о развитии коллективных инвестиций. Здесь же присутствует много сотрудников управляющих компаний, и я про индекс заговорил не случайно, потому что мы, естественно, сделаем его торгуемым и на него появятся российские фонды. Надеюсь, что клеймо убийцы российских коллективных инвестиций и управляющих компаний, которое у меня сложилось в рамках борьбы за допуск на отечественный рынок ETFов, как-то снимется. Все-таки я абсолютно уверен, что оба этих действия в целом не убьют индустрию коллективных инвестиций, а, наоборот, будут способствовать ее развитию. Поэтому мы тоже приложим к этому руку.

Алексей Тимофеев. Ну, в деле создания индексов, которые сделают возможными новые продукты индустрии коллективных инвестиций, мы рассчитываем на обе биржи.

Владимир, могу ли я попросить прокомментировать то, что мы сегодня обсуждали?

Владимир Чистюхин. Спасибо, Алексей. Мне кажется, сегодня дискуссия шла как-то очень мирно. Тем не менее, я думаю, что по ряду вопросов дискуссии будут продолжаться.

Отмечу несколько аспектов. Игорь затронул тему ESG, но она прошла очень вяло. Во многом эта тема на российском рынке находится в таком вялом, почти теоретическом состоянии. Что-то делается, какие-то рекомендации выпускаются, даже какие-то рейтинги присваиваются, но базово пока вроде бы ничего не происходит.

Вот у меня есть такое ощущение, что и 2022 год, и 2023-й станут намного более радикальными в этом смысле. Я ду-

маю, что как минимум Центральный банк намного более серьезно обратит внимание на эту тематику в контексте, я бы сказал, регулятивно-рекомендательных действий. Я внутренне ощущаю необходимость подготовки некоего руководства для широкого круга профессиональных участников финансового рынка с разъяснением, возможно, всех трех составляющих ESG — и экологии, и социальной ответственности, и управления — в контексте того, из чего должны исходить участники рынка. Мне кажется, что здесь надо смотреть на практику наших иностранных коллег, в первую очередь европейских регуляторов, которые такого рода руководства, такие гайдлайны выпускают. В конце концов, некие основы действий в этой области должны выразиться в рекомендациях, какого рода информация должна раскрываться: и профучастниками, и эмитентами, и инвесторами, с которыми они работают. Возможно, следующая наша встреча на Уральской конференции тематику ESG затронет намного более полно.

Нет никаких возражений насчет полной поддержки для привлечения международных инвесторов. В принципе, кто бы от отказался, если на отечественный рынок будут приходить иностранные физические и юридические лица, для того чтобы здесь торговать иностранными бумагами. А может быть, со временем и российскими бумагами.

Но вот вопрос полной отмены налогообложения, 30-процентного налога для иностранцев — это очень спорное заявление. И, как я уже говорил, эта гипотеза требует некоего подтверждения цифрами. Если мы в принципе считаем, что нужно обнулить налоги для иностранных граждан, не обнуляя такие же налоги для российских граждан, которые делают точно то же самое, то надо понимать — а в чем будет выгода для российской экономики, для российского бюджета от такого рода действий? И мы, к сожалению, оцифровку подтверждения этой гипотезы (хотя бы теоретическую)

не увидели. Если же такого подтверждения не будет, то это сегодня смотрится лишь как бенефит для инфраструктуры, то есть для бирж. Ну, может быть, где-то еще брокерская комиссия подрастет. С моей точки зрения, такое решение ставит совершенно не в равное положение российского инвестора и иностранного. Почему российский инвестор должен находиться в менее привилегированном положении, чем иностранный, мне до конца не понятно.

Поэтому я думаю, что эту тему, конечно, нужно дополнительно обсуждать. И повторяю, нужна какая-то оцифровка тех бенефитов, которые получит российский бюджет, российская экономика от того, что сюда придет широкий круг иностранных инвесторов с нулевым налогообложением. При том, что (если брать слова Романа) покупать-то этот инвестор будет не наши бумаги, а иностранные бумаги в первую очередь. Повторюсь, возросшая брокерская комиссия, биржевая комиссия будет неким плюсом. Вопрос — в каком объеме.

Я точно так же полностью поддерживаю тему дальнейшего развития коллективного инвестирования. Мне кажется очень понятным тезис «отдайте себя в руки профессионалов и диверсифицируйте свой портфель с небольшим чеком». Если чек невелик, то через формат коллективного инвестирования у такого инвестора появляется шанс достаточно надежно защитить свою инвестицию и не сталкиваться (или в меньшей степени сталкиваться) с риском изменения цены на отдельные активы.

Но все-таки я считаю, что 3,5 млн человек, которые воспользовались коллективным инвестированием, — это вполне неплохой результат. Это говорит о том, что сознательность розничного инвестора растет. При этом, когда мы делали портрет клиента брокера, то увидели, кто именно выбирает брокеров. Здесь нет никаких супернеожиданностей. Более 60% брокерских счетов открывают мужчины, тут играет роль гендерно об-

условленная более высокая склонность к риску. Соответственно, 62% не нулевых счетов — это люди моложе 40 лет. Это очень понятная история. Молодые, неопытные, азартные мужчины (так и хочется сказать «водители») — вот кто сегодня драйвит на брокерских счетах. Хочется сказать, что женщины должны склонять их к коллективному инвестированию.

Последняя очень важная тема, которая была затронута — тема идентификации. Надо сказать, что Банк России некоторое время назад начал неплохой формат (очень надеюсь, его продолжим), когда мы не обмениваемся заявлениями с индустрией, а серьезно обсуждаем проблематику внутри, и это помогает дойти до деталей. Так, очень неплохо сложилось обсуждение вопросов идентификации клиентов (не только, что самое важное, иностранных клиентов, но и российских клиентов). Плюс к этому мы, я считаю, достаточно серьезно пообсуждали тему налогообложения. Там, возможно, единый результат менее очевиден. Но тем не менее, карты на стол были выложены, причем участие приняли разные индустрии (в том числе, негосударственные пенсионные фонды). И я надеюсь, что это обсуждениемы также продолжим.

Алексей, какая еще тематика обсуждалась?

Алексей Тимофеев. Паевые фонды.

Владимир Чистюхин. Да, паевые фонды. Я очень надеюсь, что мы пройдем эти дискуссии и сумеем создать наилучшие предпосылки для развития регуляторной среды.

Уважаемые коллеги, на этом комментарий завершил. Спасибо.

Алексей Тимофеев. Спасибо большое. И, продолжая сказанное Владимиром, если сегодня эмоций недостает, то это потому, что все они были израсходованы там, в ходе консультаций НАУФОР с Банком России.

Я хочу поблагодарить Владимира за возможность (действительно порой

очень эмоционально, в течение нескольких часов, не оставляя шанса что-то скрыть) обсуждать два очень серьезных тематических пула. Мы это сделали и продолжаем делать. Я считаю, что это исключительно эффективно и очень рассчитываю на продолжение таких консультаций.

Игорь?

Игорь Марич. Спасибо, Алексей. У меня совсем короткая ремарка про международных наших инвесторов, про которых мы сейчас заговорили. Получилось так, что мы про них вспомнили именно в контексте расширения возможностей торговли иностранными инструментами. Что, на мой взгляд, немножко странно. Потому что тренд интереса российских клиентов к глобальным инструментам — относительно свежий. Он очень мощный, мы об этом уже поговорили. Мы на Московской бирже сейчас очень большое внимание этому уделяем и в сегменте деривативов, и в сегменте иностранных акций (скоро их будет 500, в следующем году — 1000+ и так далее. С расширением линейки инструментов все понятно, все хорошо).

Но все же тема иностранных инвесторов в России гораздо старше, чем тема иностранных инструментов и торговли ими через нашу локальную инфраструктуру. Иностранные инвесторы всегда играли очень важную роль на российском рынке (особенно — рынке акций). Вы все знаете прекрасно, что их владение в российском фри-флоате постоянно было в районе 80+ процентов, таким оно, в общем-то, и остается. Тогда как владение российских розничных клиентов, про которых мы говорим (вот эти самые 15 миллионов, у которых все больше денег на счетах) — пока что, если посмотреть на их долю опять же в фри-флоате российских акций, описывается цифрами другого порядка.

И надо сказать, что иностранные инвесторы как имели, так и продолжают сохранять очень большой интерес к российскому рынку, причем в разных

его проявлениях. Поэтому все, что может помочь дальнейшему привлечению иностранных инвесторов к сделкам с российскими инструментами, упрощению их доступа на российский рынок, повышению привлекательности российских инструментов для них, — это все надо делать. Московская биржа это всегда очень поддерживает и сама со своей стороны очень много тоже в этом направлении работает.

И что, на мой взгляд, тоже важно: несмотря на разные циклы в экономике и разные ситуации в геополитике, все же доля иностранных инвесторов в операциях с российскими инструментами (в абсолютно разных сегментах, в первую очередь это, естественно, акции) не то что не сокращалась, она, в принципе, все это время потихонечку прирастала. И сейчас около 50% объемов торгов российскими акциями обеспечивают различные иностранные инвесторы. Поэтому все, что может еще больше привлечь иностранных инвесторов на российский рынок, — это очень правильно делать. Достраивать то, что необходимо, для того чтобы их было больше на российском рынке.

Алексей Тимофеев. Уважаемые коллеги, дорогие друзья, позвольте на этом первую сессию Уральской конференции завершить. Спасибо моим спикерам за их выступления, и от их имени вам спасибо за ваше внимание. □

Проверка тестированием

В рамках ежегодной Уральской конференции НАУФОР состоялась сессия «БРОКЕРСКОЕ ТЕСТИРОВАНИЕ И ДРУГИЕ МЕРЫ ПО ЗАЩИТЕ ИНТЕРЕСОВ ИНВЕСТИТОРОВ»

Фотографии Андрей Порубов

Участники: Михаил Мамута (руководитель Службы по защите прав потребителей и обеспечению доступности финансовых услуг Банка России), Алексей Тимофеев (президент НАУФОР).

Алексей Тимофеев. Дорогие друзья, уважаемые коллеги, наш следующий собеседник — руководитель Службы по защите прав и интересов инвесторов Банка России Михаил Мамута. Мы хотим обсудить несколько вопросов, времени на это не так много. Мой первый вопрос будет о самой животрепещущей, наверное, теме этого года — брокерском тестировании. Разработка закона, посвященного брокерскому тестированию, — результат многолетней работы. Чего ждет Центральный банк от брокерского тестирования?

Задаю этот вопрос, поскольку неоднократно звучало, что результаты тестирования могут по-

казаться неудовлетворительными, вследствие чего понадобится пересмотреть сам механизм. Я считаю достаточно вероятным, что тестирование все участники рынка будут проводить более или менее аккуратно. Сомневаюсь, что кто-то будет злоупотреблять, не проводить тестирование вовсе, подгружать (я сейчас фантазирую) правильные ответы независимо от выбора клиента и тому подобное. Это достаточно формальная, на мой взгляд, и не такая уж сложная процедура. Поэтому я вижу мало опасностей в плане рисков нарушения этого требования.

Михаил, поделись своими соображениями: чего вы ждете от механизма тестирования, какие критерии будут важными для того, чтобы оценить степень его удовлетворительности.

Михаил Мамута. Я очень рад, что тестирование появилось. Это первое, с чего мне хотелось бы начать. Регулятор совместно с НАУФОР потра-



тил на разработку этой процедуры в конечном итоге даже не один год, если вспомнить о времени, которое мы потратили на ее проектирование в законе. Его появление очень важно, потому что тестирование неплохо себя зарекомендовало в тех юрисдикциях, где применяется на протяжении ряда лет (в первую очередь, в Европейском союзе). Зарекомендовало в качестве неотъемлемой части процедуры продаж неквалифицированным инвесторам сложных, непростых финансовых инструментов. Появление этой процедуры, безусловно, дает нам определенные надежды на то, что снизятся нарушения, связанные с продажей

розничным инвесторам неподобающих инструментов, — по крайней мере, будет решена часть этой проблемы. Понятие неподобающих продаж (unsuitable selling) хорошо известно из рекомендаций IOSCO и, по сути, отражено в MiFID II. Оно подразумевает не только полную раскрытия информации о продукте и ее понимание инвестором, но и соответствие продукта инвестиционным целям инвестора, будь то доверительное управление или брокеридж.

Можно оттолкнуться от того, что мы прошли первый шаг: тестирование появилось как процедура. Теперь вопрос — насколько эта процедура

оправдывает наши ожидания. Об этом, на мой взгляд, говорить все-таки еще рано, не закончен первый месяц ее применения.

Хочу сказать, что мы делали несколько предварительных предтестирований. То есть тестировали само тестирование, сами вопросы тестов (извините за немножко тяжелую фразу, но смысл именно такой) — на разных целевых аудиториях. Это были студенты экономических и финансовых вузов, это были инвесторы уже действующие, инвесторы начинающие, это были фокус-группы, в которые входили совсем не инвесторы. И мы получили очень интересные и,



в общем-то, в рамках поведенческой экономики доказательные результаты. Они говорили о том, что существует достаточно высокая дисперсия, связанная с прохождением тестов разными целевыми аудиториями. Но ни в одной из этих аудиторий, включая (обратите внимание!) сотрудников Банка России (сотрудников разных подразделений Банка России, не только сотрудников Службы), тесты никогда не сдавались на 100% с первого раза. Разброс сдаваемости составлял (по первым тестам по разным видам финансовых инструментов, подпадающих под тестирование) от 30% до примерно 60%.

То, что я сейчас говорю, коллеги, это вовсе не ориентир, к которому кто-то стремится, это скорее объективная картинка. Мы уже договорились, что проводим ряд мероприятий совместно со СРО, для того чтобы понять состоятельность этого механизма. Думаю, по итогам октября мы поймем, насколько подтверждаются наши гипотезы относительно чистоты самого процесса и насколько он работает в плане сегрегации инвесторов на группы тех, кто может пройти тест с первого раза, и тех, кто этого сделать не может. И, что очень важно, каково поведение тех, кто не проходит тест с первого раза. Что происходит с этими людьми — они

тут же начинают проходить во второй раз, потом в третий, пока, наконец, не сдадут? Или часть из них переключается на более простые инструменты? Или кто-то пользуется «последним словом»?

Набор этих данных очень важен для понимания того, как работает инструмент, как на него реагирует тот, ради кого он, собственно, и был внедрен. Один из бенефициаров — инвестор. Понятно, что вторым бенефициаром является сама индустрия, потому что тестирование определенным образом защищает и брокера от возможных претензий, связанных с продажей неподобающего продукта.

Думаю, что уже достаточно скоро, где-то к середине ноября, мы увидим первый результат.

Мы проводим опрос крупнейших брокеров, для того чтобы от них получить необходимую статистику, — это первое.

Второе (об этом тоже надо сказать) — мы подключили к этому процессу волонтеров финансовой грамотности, инвестиционной грамотности, которые в разных регионах, взаимодействуя с разными профучастниками, тоже проходят эти тесты и формируют собственное мнение. То есть у нас будет независимая внешняя оценка.

Плюс мы посмотрим на жалобы. Плюс наш собственный мониторинг.

Вот эти четыре инструмента, я думаю, позволят сформировать первое впечатление, и мы его где-то к середине ноября сможем вместе обсудить.

Если же говорить о будущем, то при условии, что процедура будет работать качественно и корректно, есть совместно разработанный план по ее дальнейшему совершенствованию. Наверное, два слова об этом скажу, чтобы все были в курсе, о чем мы договорились.

Результаты тех поведенческих экспертиз, которые мы проводили на этапе до введения тестирования, показали, что, во-первых, ротацию следует предусмотреть не только в части ответов, но и в части вопросов. Во-вторых, нужно увеличить само количество вопросов, чтобы ротация имела смысл. Поэтому, коллеги, наша общая договоренность со СРО заключается в том, что мы постепенно увеличиваем количество вопросов (насколько я помню, к 1 апреля до 8 вопросов, и затем к середине года — до 11 или 12). И точно так же делаем их ротацию, для того, чтобы каждая повторная сдача, скажем так, воспринималась как новая сдача, а не просто как перебор возможных ответов.

Естественно, мы рассчитываем на то, что любой инвестор, заинтересован-

ный в защите самого себя от покупки инструмента, риска которого он не понимает, не будет заниматься подбором ответов; и тем более не будет использовать выложенные в интернете ответы на вопросы. Потому что это против собственных его интересов. Но, тем не менее, в плане качества процедуры те меры, которые мы с вами наметили, на мой взгляд, будут способствовать ее улучшению.

Окончательно поговорим об этом, полагаю, в конце ноября. И сразу хочу отметить, что мониторинг, о котором я сказал, не разовый — он будет проходить постоянно, причем, что важно, будет проводиться общими усилиями регулятора и СРО. И я очень жду участия СРО в контроле качества тестирования, потому что очень важно на стартовом этапе обеспечить максимальную корректную работу процедуры, исключая недобросовестные практики.

Алексей Тимофеев. Да, я подтверждаю, НАУФОР действует в соответствии с общим с Центральным банком планом, «дорожной картой» по доработке механизма тестирования. И да, мы договорились о том, что количество вопросов в ротации увеличится. Количество вопросов, задаваемых в тесте клиентам, останется прежним (4 вопроса), но выбираться они будут из большего числа вопросов.

Михаил знает также мою точку зрения на тот счет, что я-то за более абстрактный механизм, механизм априорного тестирования: примерно так, как это сейчас сделано в отношении сьютабилити-тестирования. Там нет никаких формальных вопросов, поэтому, кстати говоря, и не возникает никакой опасности того, что они утекут в интернет и это может дискредитировать весь замысел. Но я думаю, что в целом мы выбрали правильный подход, и он, скорее всего, себя оправдает. Разумеется, мы собираемся за этим следить, насколько возможно, внимательно.

Второй вопрос, который я бы хотел задать. Михаил, количество розничных инвесторов на фондовом рынке увеличивается. Понятно, что количество жалоб на участников индустрии наверняка растет, это естественно: с ростом количества инвесторов количество жалоб тоже должно увеличиваться. Но что с пропорцией? Стало ли больше конфликтов? Или пропорция жалоб растет пропорционально количеству инвесторов?

У меня нет ощущения, что конфликтность, скажем так, взаимоотношений на фондовом рынке увеличилась с притоком розничных инвесторов. Например, что касается НАУФОР, то только за последний квартал количество поступивших к нам жалоб увеличилось на 30%. Но половина этих жалоб адресована не нашим членам, ничьим вообще членам, а компаниям-мошенникам, имитирующим финансовую деятельность. Кто точно является бенефициарами развития финансового рынка — так это мошенники, не только цивилизованная индустрия. И что точно, как мне кажется, нужно делать, — это фокусироваться на борьбе с мошенниками.

Михаил Мамута. Вопрос действительно очень важный. Важно, чтобы не сложилось впечатление (хочу его сразу развеять), что акция регулятора по временному прекращению продаж сложных финансовых инструментов, введению тестирования — это разовый шаг, после завершения которого все вернется в прошлую реальность.

Это совсем не так: мы только в начале большого пути. Вопрос качества продаж, вопрос прозрачности ценообразования, устойчивого реагирования со стороны корпоративного управления на нарушения в области защиты прав потребителей — это те направления, которые будут только усиливаться в нашей совместной работе.

Вообще регулятор внимательно анализирует международный опыт.

И мы знаем, что в большинстве других юрисдикций с развитыми финансовыми рынками полномочия регуляторов в плане как влияния на рынок, так и материальной ответственности, вменяемой нарушителю — существенно выше, чем в России. Это важный момент, потому что нам предстоит дальнейшее движение в этом направлении. Надо добиваться того, чтобы на рынке были только честные, прозрачные игроки, только качественные продукты, которые повышают благосостояние людей, а не делают их беднее. Последнее, кстати, становится особенно важным и значимым именно сейчас, потому что президент поставил общую задачу борьбы с бедностью, понимая, что уровень благосостояния населения снизился в силу кризисных явлений в экономике, связанных с пандемией. И очень важно, чтобы финансовый рынок работал не на перераспределение, скажем так, дохода (по-простому говоря, не делал бедного человека еще беднее), а на рост благосостояния. Мы будем внимательно смотреть за жизненным циклом самого розничного инвестора. Важно видеть, что он в результате инвестиций становится богаче и его благосостояние растёт.

Вот, например, большое количество счетов с остатками в несколько десятков тысяч рублей — как их интерпретировать? Это очень важный вопрос, на который у нас пока нет готового ответа. Есть один вариант ответа: люди вышли просто попробовать, что получится в результате инвестирования.

Но есть и другой вариант ответа (который тоже подтверждается фактами): что люди таким образом пытаются свои очень небольшие сбережения перевести во что-то более доходное. Человек инвестирует, надеясь, что сможет заработать на фондовом рынке больше, чем на банковском депозите. Надо еще проверить все эти гипотезы. Но последний сценарий достаточно опасен для

всех сторон, потому что заработать на таких объемах инвестирования тяжело, а в активных стратегиях тяжело тем более. Потому что краткосрочный рост возможен, но любая коррекция, безусловно, способна привести к существенному снижению стоимости активов или в каких-то случаях даже к их обнулению. А коррекция на рынке неизбежна, как мы знаем.

Я говорю это в контексте общего подхода, который мы тоже не раз обсуждали: что для начинающего розничного инвестора стратегия, связанная с пассивным участием через ДУ либо через фонды — это, конечно, более правильно в плане именно сберегательной функции его инвестиций на фондовом рынке.

Теперь, возвращаясь к вопросу про жалобы. Также интересный момент. Должно было бы сложиться впечатление, что в связи с ограничением продаж сложных финансовых инструментов количество жалоб снизится: но на самом деле оно выросло. И выросло оно за 9 месяцев в сопоставлении с прошлым периодом того же года почти в 2 раза. Что же произошло? На что жалуются люди? Важно отметить, что жалоб на продажи неподобающих инструментов стало меньше. Это факт, и за это я хочу индустрии еще раз сказать спасибо: вместе мы справились с необходимостью приостановки продаж непонятных, непрозрачных инструментов.

Но выросло количество жалоб в целом на брокерское обслуживание. Наверное, это главный тренд, который мы видим. Я бы выделил там несколько интересных моментов, тоже вам, коллеги, на подумать.

Первое: люди жалуются, что они не понимали, что с ними заключили договор именно брокериджа. Сейчас во многих банках реализуется (при постановке на банковское обслуживание) практика подписания комплексного документа. Через некоторое

время люди с удивлением (иногда они сами, иногда их родственники, если речь идет о людях старшего возраста) обнаруживают, что, помимо договора вклада, или договора кредита, человек подписал еще и договор с брокером и является счастливым обладателем брокерского счета, иногда вообще нулевого. Но при этом (это второе, на что жалуются люди), несмотря на то, что счет нулевой или близок к нулю (иногда есть некий остаток), действуют комиссии за обслуживание счета, которые приводят постепенно к тому, что человек оказывается еще, может быть, и должен банку.

Это очень неприятная и пока, может быть, не очень выраженная, но все-таки тенденция. Поэтому регулятор выпустил специальное письмо: мы там обращаем внимание на то, что подключать брокерский счет без выраженного согласия клиента, его заинтересованности, явочным порядком в пакете других документов ни в коем случае не нужно.

Второй момент — жалобы на тарифы. Человеку говорили, что, например, брокерский сервис ничего не стоит, а потом он вывел средства и выяснилось, что с него взяли комиссию, причем немаленькую. И при очень внимательном прочтении договора он увидел: где-то в конце написано, что комиссия не действует, если перевод делается внутри группы, то есть со счета брокера на счет банка, входящего в эту же группу. А если он переводил деньги в банк другой группы, то там может стоять запретительная комиссия, на что тоже при продаже не обращают внимания.

Таких случаев достаточно много. Поэтому у меня просьба обратить на это внимание. Мы в самое ближайшее время направим в СРО некий анализ состава нарушений за 9 месяцев. И я бы предложил потом провести отдельную коммуникацию с индустрией в отношении тех моментов, где мы видим сейчас

рост неудовлетворенности и напряженности.

Но в целом, коллеги, я хотел бы завершить ответ на вопрос Алексея, наверное, так. Речь идет не только о решении одной частной (пусть даже важной) проблемы. Речь идет об общем повышении культуры, качества обслуживания, клиентоориентированности, как мы любим говорить. Ценность этого повышения только возрастает. Поэтому у меня просьба к индустрии все свои процессы выстраивать таким образом, чтобы обеспечить эту самую долгосрочную лояльность и, самое главное, удовлетворенность клиента инвестиционными продуктами и услугами. Спасибо.

Алексей Тимофеев. НАУФОР, кстати, тоже планирует не позже весны следующего года выпустить обзор нашей контрольной практики по нарушениям, связанным с мисселингом (или с недобросовестным предложением финансовых инструментов), откуда будет видно, какие ситуации НАУФОР считает нарушением, а какие — нарушением не считает. Такой обзор в отношении инвестиционного профилирования мы уже сделали, он тоже будет обновляться. И, наверное, к весне следующего года мы подготовим дополнительные комментарии по поводу нарушений в области инвестиционного профилирования и опубликуем вместе с обзором нарушений, связанных с мисселингом.

Михаил, по поводу мошенников, эту часть вопроса как можно было бы прокомментировать?

Михаил Мамута. Да, это хороший вопрос, он имеет самостоятельное значение. Например, сейчас получает уже, я бы сказал, широкое распространение псевдодовверительное управление. Какие-то люди, которые иногда представляются консультантами по инвестициям, иногда инвестсоветниками, иногда кем-то еще, предлагают людям разместить денежные средства

в очень надежные, интересные и, конечно, сверхдоходные активы. Вот эти три признака обычно в риторике сочетаются: очень надежные, очень качественные и очень доходные. На этом можно было бы разговор заканчивать, но, к сожалению, в силу низкого пока уровня инвестиционной грамотности и, скажем так, большого количества подобных злоупотреблений, есть люди, которые в это верят и отдают деньги.

Борьба с подобным псевдоДУ или псевдоброкериджем, как угодно называйте, — отдельное направление нашей работы, очень важное. Мы в этом направлении двигаемся, на сайте банка России появились списки компаний с признаками финансовых пирамид: туда попали, в том числе, многие лжеброкеры и лжеДУ, как российские, так и иностранные. Вложения в иностранные активы через нерегулируемую инфраструктуру — это тоже риск, о котором мы все говорим инвесторам, тем более если вложения идут в виды инвестиций, которые в целом на территории России не имеют хождения (те же самые криптоинструменты). Важно, чтобы индустрия помогала в этом регулятору, чтобы у нас была совместная информационная политика, направленная на то, чтобы люди понимали риски подобных вложений и, что очень важно, умели отличать настоящего участника рынка — лицензированного, качественного.

Эти списки (которые я для простоты назову «черными списками», это не совсем корректное юридическое название, но, думаю, смысл понятен) формируются в том числе на основании сигналов самих граждан. И мы в самое ближайшее время интегрируем возможность пожаловаться на подобную компанию через мобильное приложение «ЦБ-онлайн». Мы достаточно быстро проверяем, насколько этот сигнал подтверждается, и если он подтверждается, то добавляем эту компанию в «черный список».

Еще одна очень важная тема, о которой стоило бы поговорить: инвестсоветники. Индустрия инвестсоветников вообще на любом развитом финансовом рынке имеет огромное влияние на поведение людей, и, кстати говоря, в пассивных стратегиях тоже, не только в активных. В России пока, к сожалению, настоящих инвестсоветников мало. И надо было бы подумать, как все-таки активизировать эту работу и стимулировать появление настоящих инвестсоветников, отвечающих за результаты и работающих так, как следовало бы ожидать.

Зато появляется очень много «как бы инвестсоветников», причем появилось много курсов «Как стать инвестсоветником за две недели», «Как помогать людям зарабатывать». На это необходимо обращать самое серьезное внимание. Поэтому я предлагаю тему инвестсоветников обсудить отдельно и договориться о совместных действиях: для того чтобы доверие к этой индустрии росло и количество настоящих инвестсоветников увеличивалось.

Алексей Тимофеев. Абсолютно разделяю предложение Михаила. И могу подтвердить, что, по нашим оценкам, в ближайшее время увеличится спрос на получение статуса инвестиционного советника индивидуальными предпринимателями. Мы думали, этому будет препятствовать нерешенность вопроса с НДС, но для мельчайших из советников этот вопрос уже решен. Таким образом, проблемой теперь является решение для средних компаний, специализированных на инвестиционном консультировании.

Что касается индивидуальных предпринимателей, то последним реально серьезным препятствием, мешавшим им обращаться за официальным статусом советника, было требование о наличии контролера. Сейчас это требование сняли, дали возможность самому советнику выполнять функции контроля, самому за собой следить. Мы

предвидим резкое увеличение спроса на получение этого статуса. И здесь катастрофа, потому что подавляющее большинство обращающихся за этим статусом советниками на самом деле не являются. Ни НАУФОР, ни Центральный банк не будут рады видеть многих из тех, кто хочет получить такой статус, в качестве инвестиционного советника.

Я забегаю вперед, но мы в НАУФОР обсуждаем сейчас необходимость введения собственного механизма аттестации советников, оценки их квалификации, потому что это самое уязвимое место. Большинство тех, кто будет претендовать на этот статус, не обладает компетенцией, которая нам кажется удовлетворительной. Поэтому нужны какие-то решения.

Михаил Мамута. Два слова добавлю, тема действительно очень важная.

Первое: никто не мешает дальше совершенствовать законодательное регулирование деятельности инвестсоветников. Когда закон принимался, все понимали, что важно создать хоть какую-то базу. Но сейчас, когда начинает складываться правоприменение, дорога улучшения открыта. И я уверен, что в Государственной думе при должном объяснении важности задачи найдутся возможности это регулирование улучшить. Банк России в этом смысле готов к совместной работе.

Действительно, переток нерегулируемого инвестсоветника в регулируемое пространство еще не означает, что советник стал качественным. Это может дать ему только дополнительный флажок, который он поставит на стол как знак того, что вошел в реестр. Поэтому я, безусловно, приветствую самостоятельные действия НАУФОР в рамках закона, направленные на проведение дополнительной, может быть, процедуры квалификации инвестсоветников.

Приглашаю тогда к диалогу относительно того, что нужно поправить (если

нужно) в законодательстве, в нормативном регулировании. Поскольку полностью согласен с мыслью, что влияние инвестсоветников на поведение розничных инвесторов будет только расти. По крайней мере, оно должно расти, исходя из той логики, которую мы продвигаем. А эта логика заключается в том, что розничному инвестору часто бывает нужна такого рода поддержка, чтобы выработать для себя наиболее эффективную инвестстратегию. Договоримся, что мы действуем в этом направлении сообща.

Еще одна тема: инвестграмотность. Чрезвычайно важная история. Большинство людей, которые сейчас открывают брокерские счета, никогда не имели опыта работы с рынком. Никогда. И для них это просто океан, который может стать голубым, а может стать алым и сожрать. В этом смысле очень важно, чтобы у них было понимание происходящего. Тесты, кстати, — это ведь еще один повод задуматься о том, чего ты понимаешь, а чего не понимаешь. Это призыв к осознанности.

Но, помимо этого, очень важно, чтобы человек, поняв, что чего-то не знает, дальше мог быстро найти информацию, которая позволила бы ему стать более инвестиционно грамотным. Это вторая проблема, потому что на рынке сейчас очень много псевдокурсов, назовем их так, которые, как правило, ведут в то самое псевдоДУ. Тут не надо далеко ходить, войди в Яндекс, введи «Как заработать на инвестициях» — и вот тебе целое царство ядовитых грибов, из которого тяжело выбраться. В этом плане наша общая работа по продвижению качественных учебных материалов по инвестиционной грамотности имеет отдельное, очень большое самостоятельное значение.

Мы запустили так называемую «доверенную среду», попросили Ассоциацию развития финансовой

грамотности создать своего рода пространство, в котором присутствуют только качественные курсы и качественные провайдеры инвестиционной грамотности. Сегодня там уже присутствует Московская биржа со своим курсом для начинающего инвестора (кстати, очень неплохим курсом, мы некоторым образом участвовали в его разработке, тестировании). Там уже сотни тысяч участников, я надеюсь, что будут миллионы. Помимо этого, в это пространство заходят крупнейшие брокеры со своими программами, что тоже очень важно. Поэтому я хотел две вещи предложить.

Первое — еще раз обратить внимание на важность задачи. Если у кого-то из участников рынка есть качественные учебные программы, целесообразно, чтобы они в обозначенном пространстве тоже появились, это в общих интересах. Второе — нужно совместными усилиями продвигать хорошие учебные модули и, насколько можно, подавлять продвижение плохих.

И давай отдельно зафиксируем следующее предложение. Служба по защите прав потребителей хотела бы отдельно собрать совещание в ближайшем будущем и поговорить о том, как помочь людям повысить уровень инвестиционной грамотности общими усилиями.
Алексей Тимофеев. Да, абсолютно согласен.

Еще один вопрос, не могу его не задать. Хотя я не являюсь адвокатом структурных продуктов и даже не вижу большого драматизма, что ли, в тех решениях, которые принял Центральный банк в отношении этого рынка. Но мне кажется, это очень хороший повод для того, чтобы обсудить, какого рода нарушения какого рода регулятивную реакцию должны вызывать, во-первых. А, во-вторых, в контексте общей дискуссии о разнообразии финансовых инструментов эта тема для меня не менее важна, чем тема доступа к иным видам инструмен-



тов. В некотором смысле даже отлично, что именно структурные продукты являются причиной обсудить и ту, и другую тему.

Мы, конечно, рассчитываем на то, что с 1 апреля 2022 года круг структурных продуктов будет шире, чем сегодняшний. Не знаю, насколько шире: давайте обсудим это. Мы вовсе не собираемся предлагать неквалифицированным инвесторам неограниченный доступ к структурным продуктам. Многие из этих продуктов трудны для понимания, какие бы усилия брокеры для объяснения этих инструментов ни прилагали. Но, тем не менее, значительная часть структурных инструментов

не только может, но и должна, на наш взгляд, быть доступна неквалифицированным инвесторам как способ защиты капитала.

У НАУФОР есть предложения по расширению круга индексов, которые могли бы быть базовым активом для структурных продуктов, по структурным облигациям, размер риска по которым мог бы быть ограничен, по ограничениям «плеча» доходности. Мне кажется, в результате структурные инструменты могли бы пополнить список инструментов, доступных неквалифицированным инвесторам. Уже немало чего сделано в этом смысле: право Центрального банка требо-

вать выкупа финансовых инструментов, проданных с нарушением, — это очень сильная угроза, которая, на мой взгляд, имеет большое дисциплинирующее значение. Кроме того, тестирование — оно и про структурные продукты тоже. И, наконец, введены паспорта сложных инструментов — как способ упростить восприятие сложного.

Михаил, буду рад комментарию. Михаил Мамута. Мы совсем недавно проводили отдельную дискуссию по структурным продуктам на онлайн-площадке. Полагаю, что многие, кому это интересно, ее видели: поэтому нет смысла подробно еще раз обсуждать эту тему.

Но коротко, несколько тезисов я готов высказать.

Первое. Беспокоят ли регулятора структурные продукты? Короткий ответ — да, беспокоят. Почему они нас беспокоят? Если мы говорим сейчас о продуктах со сложным структурным доходом или о настоящих структурных облигациях, которые по закону могут быть предложены, в том числе, неквалинвестору, то беспокойство наше связано со следующим.

Первое: отсутствие пока в России независимой инфраструктуры, которая могла бы качественно верифицировать индексы, если эти индексы не являются биржевыми или в ином смысле публичными. Индексы, не связанные с самими профучастниками, а разрабатываемые уважаемыми, компетентными и, еще раз повторюсь, независимыми институтами — такими, как MSCI, например.

Что касается биржевых индексов, здесь все в порядке. Действующее регулирование с 1 октября позволяет использовать разные биржевые индексы, для того чтобы на базе этих индексов выпускать продукт со структурным доходом. И Совет директоров Банка России недавно принял решение о расширении перечня индексов. Туда вошли и различные достаточно узкие биржевые индексы: и российские, и не российские.

Поэтому, в принципе, пространство для выпуска продуктов с прозрачной формулой образования структурного дохода существует и сейчас. Да, надо кое-что, видимо, поправить в законе (не вдаваясь в детали, я говорю про три месяца и про год; думаю, все, кто следит за темой, понимают, о чем речь). Мы готовы это сделать, надо просто инициировать процесс. Законодательная сессия в разгаре, и я думаю, что если сигнал будет, то коллеги-парламентарии нас услышат.

Но если говорить о будущем, то первое: пока у нас не появится независимая

индексная инфраструктура (в том числе, индексные администраторы), допустить на рынок проприетарные индексы (подразумевая под ними собственные индексы эмитентов) достаточно опасно. Практика использования этих продуктов показала, что существуют разные механизмы обхода. В том числе, мы видели в договорах нормы, которые позволяли менять формулу расчета индекса уже внутри цикла жизни самого структурного продукта. Это очень-очень странная норма. Понятно, что она может применяться произвольно и, что называется, с разными целями.

Вторая проблема — ценообразование. Мы видим (тоже в ходе анализа практики) продукты, в которых, по сути, защиты двойные, а иногда даже тройные комиссии на разных этапах структурирования.

Третья проблема — нужность. Я про это тоже говорил. Надо продолжить дискуссию относительно того, зачем эти продукты нужны инвестору. Мы проводили анализ и понимаем, зачем они нужны рынку. Но есть другой вопрос: зачем они нужны инвестору и какую роль выполняют в его инвестиционной жизни? Чем они лучше тех же ЕТФ, например, или БПИФов?

Мы начали эту дискуссию, она идет. В Банке России создана отдельная группа по индексной инфраструктуре, работает также совместная с Минфином группа, назовем ее условно, по структурным продуктам, для того чтобы выработать критерии действительно полезных, качественных продуктов, которые бы помогали людям в их инвестиционной жизни.

И еще раз в завершение скажу, что мы готовы в ближайшее время провести отдельную встречу с теми, кого это интересует, для того чтобы определиться с решением каждой из поставленных задач и с тем, в какие сроки мы ее сможем решить. Спасибо.

Алексей Тимофеев. Время нашей сессии заканчивается. Будет ли уместно дать

возможность участникам в зале задать пару вопросов?

Михаил Мамута. Да, конечно, буду рад. **Константин Перминов.** Добрый день! Меня зовут Константин Перминов, квалифицированный инвестор, представитель «Деловой России». У меня вопрос касательно российского фондового рынка. На текущий момент денежные средства на брокерских счетах не застрахованы, как в развитых странах. Планируется ли сделать подобную страховку?

Второй вопрос — относительно одного из недавних членов НАУФОР, компании QBF, у которой на текущий момент уже отозвана лицензия и которая сейчас не может исполнить свои обязательства перед российскими инвесторами. Существует ли у Центробанка возможность начать расплачиваться с инвесторами, — может быть, за счет денег АСВ, под залог активов компании? На текущий момент инвесторы никаким образом не защищены, и введенная временная администрация отказывается от каких-либо выплат. Несмотря на то, что доверили свои деньги лицензированной компании, которая не значилась в «черных» списках, опубликованных Центробанком.

Алексей Тимофеев. Вопрос ясен.

Михаил Мамута. Спасибо. Очень важный вопрос, спасибо большое, что вы его подняли, касательно страхования средств на индивидуальных инвестсчетах.

ЦБ всегда выступал за эту идею. Я напомним, что мы ее поддерживали и поддерживаем. Но механизм не был найден, к сожалению. И вопрос остается, на мой взгляд, на стороне рынка. Поскольку главное, о чем не договорился рынок, это вопрос — за счет чего будет формироваться фонд страхования, назовем это так.

Идея неплохая, мы по-прежнему полагаем, что эта мера могла бы быть полезна. Но я на всякий случай еще

раз хочу сказать, что речь идет о страховании не рыночного риска, а о страховании именно в результате мошенничества. Потому что иногда происходит простой перенос коннотации. Рыночный риск застраховать с помощью такого инструмента невозможно, тут действуют другие способы хеджирования. А для борьбы с недобросовестными участниками, с последствиями отзыва у них лицензий это был бы неплохой механизм. Если бы на этапе, когда этот закон активно обсуждался в Госдуме несколько лет назад, рынку удалось договориться относительно формирования фонда, его пополнения, то, возможно, сейчас было бы меньше проблем. В том числе с указанным вами случаем.

Но, говоря о конкретно проблеме брокера, которого вы обозначили, я думаю, что Алексей может и, возможно, даже должен высказать свое мнение. Поскольку это был член НАУФОР, как вы правильно отметили.

К сожалению, регулятор увидел, что этот брокер вел как бы двойную деятельность. Одна деятельность происходила в рамках регулирования: он вкладывал в активы, подлежащие регулированию, через процессы, которые тоже подлежат регулированию. А вторая деятельность была как бы нерегулируемая; здесь, к сожалению, очень тонкая грань. Брокер QBF денежные средства, которые были привлечены от российских инвесторов, вкладывал куда-то в иностранные активы, куда-то еще, — как могло бы делать любое юридическое лицо. Вскрытие этой схемы заняло достаточно много времени, это был сложный надзорный кейс. Много сил было потрачено на то, чтобы разрушить эту схему. Надеюсь, что сейчас подобного рода «брокеров» на российском рынке осталось... хотелось бы сказать, что совсем не осталось. Но так сказать я пока не могу, однако уверен, что таких точно осталось очень немного, и с

этой проблемой мы скоро совместными усилиями справимся. Надзор последовательно вычищает с рынка подобные псевдоструктуры.

Алексей, если ты считаешь нужным добавить от себя, то пожалуйста. Алексей Тимофеев. Да, я добавлю. Что касается первого вопроса, то законопроект, предусматривающий страхование индивидуальных инвестиционных счетов, принят в первом чтении Государственной думой, готовится ко второму чтению. Предполагается, что это будет добровольная компенсационная схема по усмотрению саморегулируемой организации. То есть, по существу, сам по себе закон основанием для создания гарантийного или компенсационного страхового фонда не будет: это будет зависеть от нашего, саморегулируемых организаций, решения. Это первое.

Второе — насчет собственно QBF. Страховой фонд не помог бы в случае с QBF, потому что все случаи потери средств были связаны с деятельностью нелегальной компании. Все жалобы, которые были адресованы в НАУФОР, к деятельности члена НАУФОР отношения не имели. Клиенты (да, нам это тоже не нравится, я с Михаилом полностью согласен), взаимодействуя с QBF — членом НАУФОР, тем не менее, несли свои деньги и заключали договоры с другими организациями, в том числе зарубежными. Честно говоря, если бы нам пришлось компенсировать потери, то клиенты QBF не могли бы на это рассчитывать, потому что здесь имело место нарушение, совершенное нелегальной финансовой организацией, не являющейся членом ни одной СРО.

Если честно, то я бы хотел воспользоваться поводом. И, кроме сочувствия к тем, кто потерял средства в этой и других схемах, призвать к элементарному здравому смыслу. Когда вы подписываете договоры и отдаете деньги, иногда

даже наличные в окошко кассы, то убедитесь в том, что на приходном ордере стоят те же названия, которые обозначены на входе в офис организации.

Хочу сказать, что в этом смысле подход НАУФОР, подход Центрального банка не отличается от подходов ни одного зарубежного регулятора, который добивается защиты интересов своих клиентов в отношениях лишь с теми компаниями, за которые берет ответственность, кому предоставляет лицензии или принимает в состав членом своей организации.

На этом я должен сессию завершить.

Михаил, спасибо большое. Коллеги, спасибо вам большое за ваше внимание. Михаил Мамута. Алексей, спасибо, очень интересная дискуссия. Хорошего вам продолжения работы, друзья. И будьте здоровы, традиционно. ■