

За лучшее исполнение

На тринадцатой ежегодной Уральской конференции НАУФОР состоялась сессия «Профессиональные участники рынка ценных бумаг»

Фотографии Андрей Порубов

Участники: Михаил Автухов (заместитель председателя правления, руководитель корпоративно-инвестиционного блока ПАО «Совкомбанк»); Александр Бирман (управляющий директор ИК «ФИНАМ»); Роман Горюнов (президент НП «РТС»); Андрей Звездочкин (партнер, член совета директоров, генеральный директор ООО «АТОН»); Анна Кузнецова (заместитель председателя правления АО «Россельхозбанк»); Владимир Курляндчик (директор по развитию компании «АРКА Текнолоджиз»); Роман Лохов (CEO Sinara Financial Corporation); Юрий Маслов (генеральный директор АО «Открытие Брокер»); Дмитрий Панченко (директор инвестиционного бизнеса АО «Тинькофф Банк»); Олег Чихладзе (директор по брокерскому бизнесу «БКС Мир Инвестиций»); Ольга Шишлянникова (директор Департамента инвестиционных финансовых посредников Банка России).

Модератор — Алексей Тимофеев (президент НАУФОР).

Алексей Тимофеев. Дорогие друзья, уважаемые коллеги! Предлагаю вам порассуждать о том, как эволюционирует индустрия профессиональных участников рынка ценных бумаг: в первую очередь брокерская, а также отчасти управляющих и инвестиционных советников. Кто инвестор, который с этими участниками уже работает, на какого еще инвестора они рассчитывают, какие продукты пользуются спросом и какие будут пользоваться спросом, что мешает привлечению инвесторов. С нами онлайн присутствует Ольга Шишлянникова, которая возглавляет департамент инвестиционных финансовых посредников Банка России. Оля, если не возражаешь, я предложу тебе выступить после выступлений всех участников, чтобы подытожить и, может быть, прокомментировать выступления.



Итак, эволюция индустрии профессиональных участников рынка ценных бумаг. Инвесторы, клиенты, продукты, инструментарий, чего не хватает, что мешает, можно ли рассчитывать на дальнейшее развитие финансового рынка, каков его потенциал.

Коллеги, кто будет начинать? Андрей, может быть, ты? Андрей Звездочкин, «АТОН».

Андрей Звездочкин. Уважаемые коллеги, добрый день! Рад приветствовать тех, кто присоединился к мероприятию. Хотел бы большое спасибо сказать Алексею и НАУФОР за то, что есть такая замечательная площадка, чтобы обсудить насущные пробле-

мы, поделиться идеями и напитаться энергией.

О чем бы я хотел сказать, на что обратить внимание? Три момента.

Первый момент. Мы на каждой конференции говорим, сколько миллионов клиентов пришло на биржи, зарегистрировало счета, начало торговать. Но при этом упускаем из виду одну важную вещь: российский рынок очень концентрированный. Это перевернутая пирамида. Миллионы клиентов открыли счета, некоторая (не преобладающая) часть из них свои счета зафондировала, и, по статистике Московской биржи, 80% активов на этих зафондированных счетах принадлежат 100 тысячам клиентов. Еще раз, таких клиентов

всего-навсего 100 тысяч. Это показатель концентрации российского рынка.

Мы много говорим про финтех. Россия в этом смысле сделала большой шаг в плане использования самых передовых технологий. Но, как известно, у искусственного интеллекта есть свои преимущества, а у натурального — свои. Совмещение технологий и человеческого интеллекта дают, на мой взгляд, наилучшие результаты. В этом контексте, если посмотреть на развитые рынки, то что мы можем там обнаружить? Ведущие банки, работающие с богатыми клиентами, планируют существенно нарастить количество консультантов, которые этих клиентов обслуживают. Видимо, это име-



ет значение — помочь клиентам в принятии правильных финансовых решений.

Американская статистика сообщает, что в стране работают больше 200 тысяч независимых финансовых консультантов. Если оценить, какое количество независимых консультантов работает в России, то мы увидим, что находимся в самом-самом начале пути. Компания «АТОН» строит платформу для независимых финансовых консультантов, чтобы иметь возможность обслуживать клиентов, предлагать наиболее продвинутое, современные финансовые решения. Мы видим на этом рынке огромный потенциал. На такой сервис есть спрос, человек хочет общаться с

человеком. Замечательно, если у финансового консультанта есть передовые технологические решения, чтобы повышать свою эффективность, но, еще раз, человек хочет общаться с человеком. В России есть большое пространство для того, чтобы индустрия независимых финансовых консультантов возникла и быстро росла много лет.

На рынок приходят миллионы клиентов, в финансовых институтах работают тысячи людей, которые их обслуживают. И многие из этих людей думают о развитии своей карьеры, о том, чтобы стать независимыми консультантами, построить свой бизнес. Мы видим здесь большой потенциал и в этот потенциал верим.

Второй момент, о чем бы хотел сказать. На рынок приходят миллионы клиентов, все профучастники думают о фондировании счетов, но мы мало говорим о том, что дальше происходит с теми клиентами, которые фондируют свои счета. Здесь, к сожалению, проблема в том, что многие клиенты недолго остаются на рынке. Поэтому вопрос: как индустрии сделать так, чтобы клиенты оставались на рынке дольше. Дольше, вероятно, они будут оставаться, если смогут решать свои задачи, получать результаты, за которыми приходили на рынок. Сейчас в соответствии с нашей статистикой ожидаемый срок нахождения клиента в нашей компании состав-

ляет девять лет. В 2015 году этот срок составлял пять лет, в нулевые годы этот срок был два-три года. То есть изменения происходят, но здесь есть большой потенциал, на мой взгляд.

Перехожу к третьему тезису. Мне кажется, изменения, связанные с регулированием продаж финансовых продуктов, с устранением мисселинга — болезненные для многих участников рынка, но очень правильные. В 2001 году ряд ученых получил Нобелевскую премию за анализ ситуации, когда продавцы разных продуктов (в том числе финансовых) и покупатели обладают неравной информацией. Оказалось, такая ситуация может отрицательно влиять на рынок.

Поэтому здесь изменения регулирования мне кажутся очень правильными. Этот переход, может быть, дискомфортный для многих, в целом для рынка окажется крайне полезным. Спасибо.

Алексей Тимофеев. Я бы хотел сказать, что это на самом деле отчасти развитие нашей дискуссии об инвестиционных советниках, начатой на конференции раньше. Мы даже говорили о том, что предвидим резкий спрос на получение статуса со стороны советников — индивидуальных предпринимателей. Рассуждали о том, что не все, далеко не все из тех, кто будет на этот статус претендовать, должны его получать. Нам нужны дополнительные ограничения, требования, как минимум компетентности. НАУФОР, со своей стороны, собирается сделать определенные шаги в этом направлении.

Роман, ты готов подхватить? Роман Лохов, «Sinara».

Роман Лохов. Я хотел бы продолжить мысль Андрея, мы вчера долго вечером это обсуждали. У меня мнение такое, что будет происходить несколько вещей. За последние годы, особенно два с половиной года, случился своего рода позитивный шок: на фондовый рынок пришло много новых людей. Думаю, что в следующие два, три, четыре года одной из самых важных вещей будет сервис.

Первые клиенты пришли очень быстро, в большом количестве и с не очень разносторонними требованиями. Многие пришли попробовать: открыть счет и купить немного ценных бумаг. Думаю, что эта ситуация поменяется. И меняться она будет в двух направлениях.

Первое направление — сегментация и фокусирование посредников. Нельзя делить клиентов просто на сегменты mass, affluent и private banking. Думаю, появятся другие фокусировки и специализации, более тонкие. Часть клиентов будет фокусироваться чисто на трейдинге: для них будут иметь самое важное значение трейдинговые решения, экзекьюшн и тому подобное. Будут клиенты с другими потребностями. Возникнет большое количество новых ниш, которые участники рынка смогут занимать.

Я согласен, говорить человеку с человеком — это очень важно. Думаю, что сейчас многие участники рынка будут нанимать большое количество финансовых советников и повышать их профессиональный уровень. Развитие будет происходить и здесь.

Кроме просто трейдинга, будет развиваться VIP-брокеридж и управление активами. Причем границы между этими нишами будут проходить все четче и четче. Сейчас простые потребности клиентов легко удовлетворить. Но достаточно быстро начнут возникать другие запросы: хочу больше аналитики, хочу поговорить с моим финансовым советником, хочу одно, второе, третье... Компания, которая не отстроит сильный уровень сервиса и не займет свою нишу, будет делать меньше бизнеса.

Второе направление изменений. Мы все время говорим только про экзекьюшн или открытие счетов. Но видно уже сейчас, что первичные биржевые рынки меняются. Размещения облигаций пять или шесть лет назад назад сложно было продавать: не было покупателей, ликвидности. Сейчас этот сегмент становится все лучше. Сегодня Игорь Марич, выступая на первой сессии

конференции, приводил статистику IPO на Московской бирже. Думаю, в течение следующих трех-четырёх лет первичные рынки будут более сильными. Это все хорошие новости.

Алексей Тимофеев. Это означает, что индустрия должна быть готова обслуживать тех, кому нужно финансирование на фондовом рынке, должны выводить на рынок новые компании.

Роман Лохов. Абсолютно. Это означает, что, кроме брокерских услуг или чисто экзекьюшн-услуг, будут появляться инвестбанки, будет идти фокусировка сервисов. Сейчас на рынке из-за этого позитивного шока образуется очень много новых ниш, что, я надеюсь, приведет к увеличению количества игроков в этой сфере.

Алексей Тимофеев. Спасибо. Дима, может быть, ты?

Дмитрий Панченко. Алексей, спасибо за классное мероприятие, которое происходит вопреки всему. Очень много дружеских лиц, много нового узнаешь, это очень-очень круто.

Маленькая реплика сначала про независимых финансовых консультантов. Мне кажется, обсуждая индустрию, надо смотреть на 10 лет вперед и дальше. Во всяком случае, мы так делаем. Смотрим не только на Россию, но и на весь мир, постоянно изучаем, что в мире происходит. Опыт, о котором я расскажу, не нов. В Бразилии есть большая компания ценой 25 млрд долларов, она называется EXP Investments. Весь ее бизнес построен на сети из 10+ тысяч независимых финансовых советников, имеющих платформы. Вот такой мощный бизнес — исключительно сервис инвестконсультирования. Тема финансового консалтинга, мне кажется, пойдет и на отечественном рынке — на горизонте ближайших, наверное, пяти лет.

В целом про индустрию: наверное, хотелось бы все-таки больше оптимизма. На рынок пришло сейчас 6 млн людей, которые реально что-то проинвестировали, что-то купили, это уже немало. Пессимисты

говорят, что половина из новых клиентов вложила очень немного. Да, немного, но значимая часть этих людей пришла лишь в последние 1,5 года, эти клиенты просто не успели вырасти и развиваться. Когда мы анализируем средний счет, средний возраст клиента, то видим его очень рациональное поведение. Видим, что люди не несут в инвестиции все накопления, которые имеют на депозите в банке.

Мы запустили рекуррентное пополнение брокерского счета. Без особенного суперпромотирования, просто подключили эту услугу. Такой механизм пополнения — это абсолютно разумное поведение; люди, работающие в инвестициях, об этом знают. И люди сами раз в месяц (а кто-то и раз в неделю) начали пополнять брокерские счета. Суммы не очень большие, но поведение правильное, грамотное: постепенное и постоянное накапливание капитала.

А дальше мы видим, что происходит по мере роста счета. Пока у человека счет, условно, меньше 50 тысяч рублей, ему сложно иметь диверсифицированный портфель. Но по мере роста объема портфеля у большинства клиентов пропорционально растет число финансовых инструментов в этом портфеле.

Поэтому неправильно говорить, что вот пришли миллионы неграмотных инвесторов, они наделают ошибок, рынок упадет и все будет плохо. Портфели новых инвесторов уже диверсифицированы, люди инвестируют понемногу. Тинькофф — глобальная инвестиционная платформа, которая улучшает финансовые аспекты жизни клиента. Мы сначала образовываем клиента, даем ему советы, даем правильную отчетность, помогаем интерпретировать информацию, через робоэдвайзинг помогаем сформировать портфель. Примерно как если раньше надо было в поездке передвигаться на лошади, потом на поезде, а сейчас уже на личном автомобиле, а скоро и автомашины без водителей будут ездить. Примерно туда мы, наверное, сейчас идем и в инвестициях.

Еще две короткие мысли. Мы должны мыслить на годы вперед. Те миллионы людей, которые сейчас приходят на рынок, — это сейчас, может быть, молодые специалисты. Но через пять лет они станут топ-менеджерами, менеджерами среднего звена, у них будут более высокие доходы. ВВП, как мне кажется, в этом году покажет положительную динамику. Это тоже влияет на доходы населения. В этом плане все будет хорошо.

И количество инструментов на нашем рынке огромно на самом деле. Ликвидность по иностранным бумагам на Питерской бирже в часы, когда в Америке торгов нет, отличная. Можно туда приводить европейцев, азиатов, Латинскую Америку — пожалуйста, торгуйте. Есть шанс привлечь на наш рынок клиентов из Восточной Европы, из СНГ. Мы видим порядка 40 тысяч запросов в месяц на открытие счета на нашей платформе со стороны жителей СНГ, например.

Если мы хотим в каком-то смысле становиться финансовым центром, то здесь находится возможная точка роста, где нужны кардинальные решения. Надо открывать эту заслонку и привлекать клиентов. Альтернатива простая: если не открыть, то участники будут уходить за пределы России. И наша индустрия не получит этих клиентов и этого денежного потока.

Второй важный вопрос — про новую цифровую реальность. Активы россиян на крупнейших криптобиржах превышают 15 млрд долларов. Существует огромный спрос на крипту. Причем мы видим огромный спрос именно в инвестиционных целях, — не в целях отмывания доходов, нелегальных платежей и подобного. Люди хотят иметь возможность купить и потом продать эти активы, — ровно так же, как с акциями «Теслы» или «Газпрома». Мне кажется, надо начинать двигаться в эту сторону. Нельзя игнорировать реальность, надо искать компромиссы. Чем больше мы сопротивляемся реальности, тем сильнее развиваем серую сферу. Спасибо.

Алексей Тимофеев. Спасибо большое. Это выступление — продолжение вчерашней дискуссии о том, правы ли те, кто думает, что брокеров не будет, а будет взаимодействие между биржей и клиентами напрямую.

Не знаю, кому логичнее передать слово. Дмитрий говорил об инвестиционных советниках. Так что даю слово тому, кто с ними всю жизнь имеет дело, Александру Бирману из компании «ФИНАМ».

Александр Бирман. Приветствую, коллеги!

Не назвал бы инвестконсультирование вызовом и угрозой. Вот коллега сказал, что есть перспектива роста количества инвестсоветников. Но мы понимаем, что из ниоткуда их не получить. Кроме того, имеет место примитивизм подхода к продаже инвестпродуктов. Потому что сейчас вход на рынок очень прост: можно, условно, в два клика открыть счет клиенту, затем в два клика подключить какую-то стратегию.

Сейчас у компании «Финам» есть уникальный сервис, единственный пока (хотя коллеги догоняют) в своем роде — автоследование. Это технологичная платформа, аккредитованная для инвестсоветников и для обучения клиента, потому что клиент учится вместе с инвестсоветником. Необходимо очень много вкладывать в обучение и клиентов, и инвестсоветников. Для этого нужно развивать учебные центры, в том числе вместе с НАУФОР. На мой взгляд, есть две проблемы развития. Во-первых, проблема входа на нашу платформу именно нерезидентов (в частности, граждан СНГ), во-вторых, проблема с налогообложением. На мой взгляд, для развития нашего сервиса эти моменты нужно упростить.

К криптовалюте мы когда-нибудь придем. Тем более, что есть третий вызов, назовем его так — предложения квазиинвестсоветников, которые постоянно сыплются с учетом роста спроса на инвестпродукты. Есть постоянно по-

являющиеся новые пирамиды, и с ними надо бороться. Причем бороться нужно совместно: организовывать совместные платформы, где будет контролироваться, во-первых, сам статус инвестсоветника, во-вторых, фальшивый продукт, который продается через финансовые пирамиды под разными предложениями. Наверное, все.

Алексей Тимофеев. Очень интересно, что мы так много времени, так уж случайно вышло, уделяем теме инвестиционного консультирования. Это (обращаясь к Ольге Шишлянниковой), Оля, не специализация. Может быть, ты испытываешь недоумение по этому поводу. Но, похоже, речь идет о той добавленной стоимости, которую создают брокеры. И о необходимости повышения качества инвестиционных решений населения, который становится все очевиднее и очевиднее. Долгосрочные отношения с клиентами целиком и полностью зависят от того, как профучастник сумеет организовать сервис взаимодействия с клиентами.

Но я не хочу, чтобы мы забыли тему криптоактивов.

Олег Чихладзе из БКС, вы сделали смелый шаг предоставления доступа к ETF, который работает с криптовалютой. Каковы впечатления?

Олег Чихладзе. Хотел бы начать с мысли об индустрии, а о криптовалюте скажу в конце, потому что тема все-таки не ключевая. Перед началом нашей панели Дима Панченко рассказывал в кулуарах кейс, как принимают специалистов на работу в «Тинькофф». Им ставят задачу спилить деревья, и те, кто хорошо отвечает на вопрос, оффер не получает. Потому что должен быть встречный вопрос: «А какую задачу мы, собственно, решаем, пиля деревья?» В отношении инвестора участникам рынка логично задать тот же вопрос: «Каковы наши долгосрочные цели, какую задачу мы решаем?»

Для чего создана наша индустрия? Эта индустрия помогает инвесторам, дает им решения для долгосрочных сбережений, для того чтобы через пери-

од времени они имели хороший капитал, который позволит им чувствовать себя безопасно, достигать определенных жизненных целей и так далее.

Нана компания присутствует на рынке 26 лет, накоплен большой опыт. Этот опыт говорит о том, что за решениями, которые отвечают на вопрос «зачем?», приходят в основном инвесторы, которые присутствуют на рынке уже достаточно долго, много чего попробовали, поняли и сформировали для себя запрос на решение. А не на эмоции, которые получают на рынке новички.

Из этого следует простой вывод: запрос приходит с опытом, а опыт приходит со временем. Не стоит ожидать, что в ближайшее время все эти миллионы инвесторов, которые пришли на рынок, будут обращаться именно за решениями. Если брокеры или финансовые платформы будут эти решения предлагать прямо сейчас, то соответствующего спроса не найдут. Нет сейчас большого спроса, он еще не сформирован. Из этого следует два вывода.

Миллионы инвесторов, которые пришли на рынок, — это большой позитивный шаг. Потому что опыт у них рано или поздно сформируется. Задача инвестсообщества и регулятора — вести их за руку, не дать получить неприятный опыт раньше того момента, когда у них сформируется запрос на решение. Ну, и, соответственно, имеет смысл думать о стимулирующих мерах, которые позволяют этот опыт накопить. И если уж инвесторам нужно набирать опыт, то (поддержу Диму), было бы правильно позволить им его получить внутри легального периметра, в легальной плоскости.

Другие юрисдикции в этом направлении движутся, нам неправильно было бы отставать. Сейчас мы не очень понимаем, что такое эти криптоактивы и как формируется ценообразование на них. Тюльпаномания ли это или что-то похожее. Но такое было и в прошлом. Раньше мы не очень понимали, зачем компания

Facebook за бешеные деньги покупает платформы Instagram и WhatsApp. Если смотреть сейчас, то ясно, что в этих сделках был большой смысл, но тогда он казался неочевидным. Многие вещи кажутся неочевидными сейчас, и первая реакция на них — запрет. Первая, но верная ли? На наш взгляд, правильно все-таки тем, кто хочет этот опыт получить квалифицированно, дать такую возможность внутри контролируемого периметра. И в дальнейшем смотреть, как развиваются события.

Второе, в чем тоже поддерживаю Дмитрия. Сейчас многие брокеры думают об экспансии за границу для того, чтобы привлекать клиентов там, потому что, наконец-то, в нашей стране появился уникальный продукт, которого нет в других местах. Я говорю про Санкт-Петербургскую биржу, про возможность торговать, скажем так, в удобное время всем тем количеством бумаг, которое доступно на этой бирже. Запрос на это достаточно большой, он есть на всех континентах, и сейчас мы действительно можем эту экспансию совершить.

Тут хотелось бы тоже получить поддержку. Потому что следствием этого будет интерес также и к российским бумагам. Инвесторы из-за рубежа будут инвестировать, в конечном счете, и в Россию, в наши долговые инструменты тоже. Этот спрос будет не прямым, он будет являться частью пути, но, на наш взгляд, такое следствие высоковероятно. Поэтому хотелось бы в этом направлении получить поддержку. И было бы здорово эту экспансию получить.

Если говорить про наш продукт, упомянутый Алексеем Тимофеевым, то мы не давали какой-то специфический доступ к особому ETF. Просто у БКС есть доступ на биржу, покрываемую другим регулятором, на этой бирже появился этот ETF и квалифицированным инвесторам он стал доступен.

Спасибо.

Алексей Тимофеев. Олег, спасибо. Как будто бы нужное нам «добро» от

Центрального банка, во всяком случае, есть. Я-то рассчитываю на то, что этой возможностью воспользуются если не все, то большинство из присутствующих. Я думаю, что нужно непременно воспользоваться возможностями по привлечению иностранных инвесторов, которые мы согласовали с нашими коллегами из Центрального банка.

Аня, могу ли я тебе предоставить слово? Анна Кузнецова, Россельхозбанк. Анна Кузнецова. Спасибо, Алексей. Я бы, наверное, сначала поддержала Дмитрия и Олега. Мне очень понравилась фраза Олега, что запрос приходит с опытом, а опыт — со временем. Если посмотреть на нашу клиентскую базу, очевидно, что у РСХБ очень низкое (нетипичное, наверное, для других крупных банков) проникновение инвестиционных продуктов в депозитную сетку — меньше 1%. И на нашей базе все тезисы Олега подтверждаются. Наши клиенты покупают много облигаций. Когда клиент покупает облигацию (самого РСХБ либо какой-то из компаний, которые РСХБ размещает) впервые, его средний чек в три раза меньше, чем при второй покупке. Мы даже для себя внутри стали следить за показателем «активный клиент через 12 месяцев». Так вот, через 12 месяцев 70% наших клиентов остаются активными. Это говорит о том, что клиент сначала пробует, изучает, а потом движется.

Не могу обойти тему гендера. Среди наших клиентов женщин чуть больше, чем мужчин — и на брокерском обслуживании, и в управляющей компании (52% на брокере и 60% на управляющей компании). Но что интересно, практически нет незафондированных счетов. У женщин зафондировано 96% счетов, у мужчин — 85%, то есть если уж решила инвестировать, то сделки заключает. Мне кажется, это интересный факт.

Еще один факт. Средние чеки наших клиентов отличаются от среднерыночных: 71% счетов наших клиентов фондируются в диапазоне от 100 тысяч

до 2 млн рублей, но при этом на 16% счетов — больше 2 млн. Тогда как на рынке, по статистике за август, 72% приходится на счета до 100 тысяч рублей.

Что сказать про инструменты? Наши клиенты запрашивают, в принципе, четыре типа инструментов.

Первый — еврооблигации. Много валютной доходности на депозитах сегодня не сыскать, поэтому еврооблигации — инструмент номер 1. Инструмент номер 2 — структурные продукты с валютной составляющей. Клиенты покупают также классические облигации российских эмитентов, РСХБ работает в основном с первым и вторым эшелонами. Иногда, кстати, есть запрос на повышенную доходность. Как правило, в таких сделках мы не являемся организатором, но отклик нашей клиентской базы на размещения таких облигаций хороший, средние чеки там могут быть до 400 тысяч рублей.

Радуется, что за два последних года, после большого затишья, прошло большое количество IPO. Хотя, конечно, размещений все еще недостаточно и для масштаба российской экономики, и сравнительно с уровнем до 2008 года. Поэтому тема выхода на размещения новых компаний актуальна. И розничный инвестор за последние, я бы сказала, четыре года, стал играть более заметную роль на фондовом рынке, — на рынке акций, в первую очередь. Это стало обыденностью в 2020 и 2021 годах, а вообще этому явлению уже четыре года. Я бы предложила не относиться к этому с опаской. Хорошо, что население начинает играть заметную роль на рынке. Сейчас экономически активны 74 млн россиян, а инвестиционные счета имеет лишь около 15% граждан, может быть, чуть больше. Поэтому я горячо ратую за развитие коллективного инвестора: без него не будет размещений. Нам нужны внутренние якоря, нужна возможность опираться на внутренний спрос — не только розничный, но и институциональный.

Институциональный инвестор, когда заходит в бумагу, имеет стратегию, имеет горизонт инвестирования, он менее эмоционален. Любой рынок будет сбалансирован тогда, когда на нем присутствуют все типы инвесторов. Мне не очень нравятся ситуации, когда в бумаге присутствуют либо только институциональные инвесторы (и тогда нет ликвидности), либо только розничный инвестор (тогда много ликвидности и много волатильности). Должен быть баланс. Поэтому, кроме выхода на рынок новых компаний, кроме развития коллективного инвестора, нужно задуматься о ликвидности. Думать о том, чтобы инвестор всегда мог выйти из новой бумаги — хотя бы на протяжении первого, второго года ее жизни.

Наверное, вот еще о чем надо сказать. Для нас в РСХБ введение процедуры тестирования прошло относительно безобидно: «дедушкина оговорка» позволила протестировать не 96% клиентов, а только 4%. Но некоторые вещи оказались и неожиданными, и достаточно болезненными. Неожиданностью, конечно же, оказались сроки. Стандарт был утвержден 20 августа, а вводился в действие 1 октября. Не все сервисы не во всех каналах мы успели сделать к 1 октября, сейчас догоняем. Но в основном канале продаж тестирование все же было запущено с 1 октября.

Еще о рынке облигаций. РСХБ, как уже сказано, редко выступает как организатор облигационных выпусков эмитентов третьего эшелона, со вторым эшелонами мы тоже работаем нечасто. Но в октябре мы размещали первый выпуск облигаций эмитента без рейтинга, из третьего эшелона. Обычно в такого рода выпусках инвесторы покупают больше половины, ну хотя бы 30%. В нашем случае они купили 4%, основное взяли на книгу организаторы. Сейчас мы всех клиентов потихоньку протестируем и этот выпуск распродадим. Но ситуация показала, что для эмитента с уровнем рейтинга ниже установленного ЦБ (ниже трипл А для



рынка облигаций), поддержка со стороны инвестора осложнилась.

Всего в сегмент нетестируемых облигаций вошли бонды около 40 российских эмитентов, из них около 30 — бумаги корпораций и два банка-ритейлера с государственным участием. Получается, что обычные облигации ряда государственных банков новые инвесторы могут покупать только после тестирования. Но если мы посмотрим расшифровки рейтинговых агентств, то разница в рейтингах дабл А и трипл А не кажется огромной, агентства используют формулировку типа «кредитоспособность выпуска с рейтингом трипл А лишь незначительно ниже». Поэтому для нас

эта ситуация оказалась неожиданностью, и мне кажется, что на рынок облигаций она повлияла.

Первые итоги можно будет подвести по итогам октября. Наш эмитент был дебютным, поэтому пока могу только констатировать то, что получилось. **Алексей Тимофеев.** Аня, спасибо. Мы говорили о тестировании с Михаилом Мамутой и договорились, что оценим эффективность механизма, который разработали. Он думает, что это нужно сделать уже вот-вот. Обсудим также и уровень рейтингов, который должен учитываться для целей тестирования, — мы обязательно это обсудим с Центральным банком.

Михаил, могу ли я предложить тебе те же самые вопросы? Эволюция рынка, продукты, инвесторы, продлится ли приток инвесторов на фондовый рынок — что ты об этом думаешь?

Михаил Автухов, Совкомбанк. Большое спасибо за вопросы, за возможность участвовать в интересной дискуссии. Во многом наша позиция схожа с позицией Анны. «Совкомбанк» — брокер новой волны, мы делаем соответствующие шаги последние пару лет. Что в этой связи я вижу?

Сейчас идет переосмысление традиционного наполнения брокерского сервиса, его переход в новое качество. Брокеридж стал частью глобальной бан-

ковской услуги. Банк реагирует на новый запрос клиентов и, не желая отдавать этих клиентов, реализует для них брокерский сервис. Переосмысление, на мой взгляд, будет идти дальше: брокер будет превращаться в глобального советника по управлению финансами. Это приведет к тому, что предоставлять услугу чистого брокериджа (в отрыве от других услуг) станет все меньше и меньше игроков. Тут, на мой взгляд, приоритет у тех банков, кто имеет сильные каналы продаж: они не будут отдавать своих клиентов другим игрокам. Ландшафт фондового рынка будет меняться: все более и более заметную роль на нем будут играть коммерческие банки.

Такая трансформация, такая переоценка брокериджа приведет к тому, что будет меняться сам продукт. В нем будет появляться новый элемент — обучение, вовлечение клиентов в полноценную финансовую грамотность. Брокеры будут пытаться все-таки капитализировать те счета, которые открыты и совершенно не наполнены. Индустрия будет больше ориентироваться на новых неопытных клиентов — преимущественно клиентов-сейверов, имеющих сберегательную модель поведения.

Это приведет к тому, что в продукте будет все больше и больше элементов обучения, поддержки, помощи, планирования. Возможно, какие-то элементы управления счетами (счета в разных банках, кредиты в разных банках) будут подтягиваться к платформенным решениям. Это все приведет, на мой взгляд, к трансформации услуги в нечто вроде глобального финансового советника.

Наверное, поэтому мы сейчас так много обсуждаем становление индустрии инвестсоветника, в том числе, изменения, связанные с тестированием. Результатом этих процессов будет, в том числе, повышение финансовой грамотности. Поезда финансовой грамотности, которые ездили по России, не дали существенного результата. Но сейчас многие инвесторы оказались фактически бро-

шены на середину реки. Волей-неволей они будут пытаться доплыть до берега, обучаясь плаванию по пути. Кто-то, несомненно, утонет: понесет убытки, разорится. Но вот результатом этого и будет глобальная финграмотность. Она будет, конечно же, расти.

Я считаю, что в итоге наиболее сильными инвестконсультантами будут сильные брокеры с большим количеством клиентов. Благодаря этому концентрация фондового рынка будет усиливаться.

Мы, как и Россельхозбанк, тоже ориентируемся, в первую очередь, на собственную клиентскую базу. Конечно, сейчас маятник качнулся в другую сторону, тестирование серьезно ослабило возможности продаж клиентам-сейверам, сберегателям. Они, как правило, неопытные, им сложно пройти тестирование. В этой связи очень поддерживаю Анну: с рейтингами облигаций палку несколько перегнули. Надо сказать, что из всех системно значимых банков, по моему, только два банка соответствуют существующим требованиям, которые позволяют покупать их облигации без тестирования. Можно привести очень большой перечень облигаций хороших компаний с рейтингом АА, в том числе государственных компаний, которые [неквалифицированному инвестору] почему-то приобрести в итоге нельзя. Я надеюсь, что регулятор это услышит, и произойдет более тонкая настройка. Менее опытным клиентам все же надо дать возможность инвестировать в надежные инструменты. Пока пошли по самому жесткому пути.

Думаю, что база сейверов, исповедующих сберегательную модель, будет расти. Количество клиентов-трейдеров, возможно, будет прирастать и другими географиями, но это не совсем наш фокус. Совкомбанк концентрируется на своих российских клиентах, на тех инструментах, на которых наши клиенты не потеряют. Мы боимся, что наши клиенты будут терять, поэтому никогда не продавали им очень сложные продук-

ты, мы являемся последовательным противником этого. Мы не хотим миссела, дорожим своим клиентом, считаем, что только таким образом наши перспективы будут реализованы в долгосрочном плане. Вот такие мысли. Спасибо.

Алексей Тимофеев. Михаил, спасибо.

Наконец, **Юрий Маслов**, «Открытие».

Юрий Маслов. Добрый день, коллеги! Много правильного сказано, не буду повторяться. Сфокусируюсь на двух вещах, которые, на мой взгляд, витают в воздухе, но не озвучиваются.

Первое: клиент, приходящий к брокеру, часто думает о себе не то, чем он является на самом деле. Именно поэтому растет важность брокеров как советников и помощников в продвижении клиента на рынке. И это рождает вопрос, который часто остается за скобками, хотя всем понятен, — вопрос масштабирования процесса рекомендаций, процесса обучения. Планируя нанять тысячи эдвайзеров, мы понимаем, что все равно этими ресурсами не покроем даже существенную часть запроса клиентов, не говоря обо всем запросе. Речь может идти только о системах.

Тут следует сказать и о независимых финансовых советниках. Эта ниша закрывается не только со стороны брокеров, но и, так сказать, с низов. В этом плане вопрос доступа независимых финансовых советников к клиентам очень важен. Здесь роль брокера состоит как раз в том, что брокер может качественно отфильтровать этих людей, которые не являются сотрудниками брокера, но очень хотят помочь клиенту.

Второе важное обстоятельство, которое тоже витает в воздухе, но не обсуждается. Мы всегда рассматриваем рынок с точки зрения структуры, которая дает инвестиции, и часто забываем о реципиенте этих инвестиций. Здесь я хотел бы зацепиться за мысль про эмитентов бондов, любых. Участвуя в размещении, мы помогаем клиентам инвестировать, в конечном счете, в экономику, поскольку привлеченные средства позволят компа-

нии развиваться и давать рынку, по сути, новых инвесторов. Эта часть инвестиционной платформы имеет две цены — и с точки зрения инвестора, и с точки зрения реципиента. Поэтому все меры поддержки, которые у нас могут появиться в части развития рынка бондов (эмитентов и средней капитализации, и небольшой капитализации) мне кажутся крайне полезными именно с двух сторон. Вот, собственно, все. Спасибо.

Алексей Тимофеев. Юра, спасибо. Все участники рынка высказались. Оля, видишь ли ты основу для соображений, поделись с нами, пожалуйста.

Ольга Шишляникова. Добрый день, коллеги! Я вам всем искренне завидую, потому что онлайн-формат не дает того драйва, тех эмоций, которые дает личное общение.

Относительно мыслей, которые навеяли выступления предыдущих участников. Хотела начать с портрета клиентов. Многие из присутствующих на конференции знают, что летом этого года мы обратились к 29 крупнейших брокерам и попросили их заполнить анкеты о том, как выглядят клиенты. Чтобы затем обобщить эту информацию и поделиться ею с рынком. Хочу поблагодарить компанию за оперативность, которую они проявили, предоставляя соответствующую информацию. Мы близки к тому, чтобы этой информацией делиться. Много сегодня не буду говорить, но хотела бы озвучить несколько цифр. Начну с шуток: те цифры, которые звучали сегодня, говорят о том, что клиент-инвестор — это мужчина с мобильным телефоном в руке, покупающий иностранные ценные бумаги. Отсюда можно сделать целый ряд выводов, но о них чуть позже.

Что же на самом деле, если говорить не в шутку? Действительно, 60% всех клиентов брокеров составляют лица мужского пола, при этом они владеют аж 75% совокупных активов. Это говорит о том, что у женщин явно еще есть большой потенциал. И мне кажется, что брокеры должны обратить внимание

именно на эту часть населения России, это как раз та ниша, в которой можно найти дополнительных инвесторов для развития бизнеса. И в шутку, и всерьез — но, возможно, не хватает инструментов непосредственно для женщин. Мы все немножко блондинки, нас интересует парфюмерия, интересуют бренды производителей одежды, обуви и других инструментов повышения женской привлекательности. Может быть, стоит об этом подумать? А также, поскольку мы опять же немножко блондинки, нам нужны более доступные, более понятные вводные для наших инвестиций. К сожалению, сейчас даже квалифицированные люди далеко не всегда могут понять, куда же им предлагают идти и в какие инструменты инвестировать. Мне кажется, что большой потенциал имеется и здесь.

Можно сказать еще о том, что мужчины в возрасте от 20 до 40 лет составляют 40% клиентской базы, но у них пока не очень много денежных средств в силу возраста (13,6% активов), и это тоже интересно. Сегодня звучало, что эти молодые люди спустя какое-то время станут зрелыми инвесторами, обладающими достаточными финансовыми средствами, и это наше будущее. Но по портфелю молодого клиента мы видим, что это клиент очень рискованный, который в основном интересуется, к сожалению, иностранными ценными бумагами и очень мало внимания уделяет инструментам коллективного инвестирования. Хотя, казалось бы, в силу отсутствия опыта должно быть как раз с точностью до наоборот.

Что надо в этом направлении делать? Я бы здесь наметила два направления. Во-первых, еще раз поддержала бы институт тестирования. Он как раз призван показать молодежи, что, может быть, они не все еще знают о рынке, на который приходят. А второе направление — индивидуальные инвестиционные рекомендации, которые могут дать инвесторам необходимые знания до

того, как они накопят соответствующий опыт. Вот два направления, которые, мне кажется, должны быть сфокусированы именно на молодежи.

Клиенты с мобильными приложениями (это Владимир Викторович сегодня уже говорил, хотела бы продолжить мысль) — это цифровизация. Раз цифровизация, то регулятор будет уделять повышенное внимание регулированию вопросов, связанных с этим направлением. А также будем усиливать надзор в этой части.

Будем думать, как регулировать требования к программному обеспечению, как регулировать операционные риски, связанные с использованием программного обеспечения. Будем смотреть на то, как компании при использовании программ-роботов работают с рисками использования искусственного интеллекта. Здесь огромная составляющая, на мой взгляд, даже не столько регулирования Банка России, — а, может быть, скорее гражданско-правовая. Будем смотреть, как используются программы со встроенным машинным обучением, потому что здесь все только в самом начале. Надо понимать, как участники рынка управляют соответствующими рисками.

Сегодня много говорилось об инвестконсультировании. Хочу начать со слов благодарности в адрес НАУФОР. Мы видели огромную работу, которую провела саморегулируемая организация в части инвестпрофилирования. Но, конечно же, еще остался достаточно большой задел, куда двигаться дальше.

Например, мы в Банке России решили понять, как бы инвестиционный советник отинвестпрофилировал ту самую условную «бабушку», за которую мы всегда ратуем? Мы надеялись, что «бабушке» будет присвоен консервативный риск-профиль. К нашему удивлению, 10 из 14 инвестиционных советников, инвестпрофилирование которых мы рассматривали, присвоили бы этой бабушке либо умеренный, либо в лучшем случае умеренно консервативный риск-



профиль. Естественно, сразу возникает масса вопросов. Кто же тогда инвестор с консервативным риск-профилем, если не та бабушка? Так что пока инвест-профилирование еще вызывает определенные вопросы. И здесь регулятору совместно с рынком надо будет еще активно поработать.

Еще одна важная проблема (ее затрагивал в своем выступлении Владимир Викторович) — это финансовая устойчивость. С октября месяца Банк России ввел норматив достаточности капитала и норматив краткосрочной ликвидности. Да, это регулирование принималось непросто, к нему есть вопросы. Но регулятор готов достаточно оператив-

но скорректировать свою позицию и несколько смягчить консервативный подход к расчету риска за счет того, что мы разрешим учитывать не только резервы, которые созданы в соответствии с нормативным актом, вводящим норматив достаточности капитала, но и те резервы, которые были созданы в соответствии с МСФО.

Мы понимаем, что начальный этап будет не очень простым и не всегда гладким. Мы готовы к консультативному надзору, не сразу карательному, а все-таки предполагающему обсуждение и нахождение точек сближения. Но хотели бы обратить внимание, что, на наш взгляд, при том количестве розничных инвесто-

ров, которые сейчас пришли на рынок, финансовая составляющая профессиональных участников приобретает особое важное значение. Просим и вас относиться к этому с должным вниманием.

Что еще необходимо отметить? Игорь Марич в первой сессии сказал, что вот-вот запустят рынок опционов на акции. Не могу не сказать, что нас это напугало. Вы все прекрасно знаете, что на нашем рынке маргинальные возможности на опционы не распространяются. Значит, риски клиентов пока в этой части не управляются. Да, мы сейчас разрабатываем регулирование в этой части, отдельные участники рынка уже привлечены к этой работе. Но хочу сразу сказать, что если быстро не найдется

эффективный механизм работы маржинальных требований в части опционов, — то, боюсь, придется обсуждать вопрос, могут ли на этом рынке торговать неквалифицированные инвесторы. Как вы прекрасно знаете, рынок опционов зачастую содержит больше рисков, чем фьючерсный рынок, не говоря уже о рынке классических ценных бумаг. При этом фьючерсы и рынок ценных бумаг у нас соответствующим регулированием покрыты, а вот опционный пока — это зона регулирования непосредственно самих профучастников. Но необходимо учитывать, еще раз говорю, объем клиентов, который сейчас вышел на рынок, и тот факт, что обе наши биржи (насколько я знаю, и у второй биржи такие планы тоже есть) стремятся к развитию этого рынка. Значит, надо вводить универсальные требования для того, чтобы риски клиентов в данной части снизить.

Что еще? Ну конечно, обеспечение защиты прав клиентов. Не говорю про тестирование, про него сегодня много сказано. Хочу сказать, что, наверное, пора уже сфокусироваться на наилучшем исполнении заявок клиентов. И здесь, я считаю, есть огромный задел. Мы посмотрели, как формируются заявки клиентов, и, к сожалению, увидели не самые красивые результаты. Например, многие брокеры даже не дают клиенту возможности не ставить сразу отметку, на какой бирже (или вне биржи) следует актив приобрести, а без отсутствия таких отметок заявка просто не будет приниматься. Это говорит о том, что некоторые брокеры перекалывают свою обязанность по наилучшему исполнению заявки на клиента.

Я не говорю о том, что у клиента не должно быть права выбора. Право выбора должно быть, но оно не должно быть обязательным, оно должно диктоваться желаниями клиента, а не тем, что в иных условиях брокер не готов оказывать ему соответствующие услуги. И в контексте того, что мы возвращаемся во времена, когда работают две биржевых площадки, — определение наилучших условий для исполнения заявки приобретает

большое значение. Здесь мы тоже видим, что у многих брокеров пока не автоматизированы соответствующие условия.

Да, мы понимаем, что пока количество инструментов, которые торгуются одновременно на обеих площадках, минимально. Но, судя по всему, оно будет увеличиваться. И хотели бы обратить на это внимание брокеров. Операционный риск опять же. Мы в последнее время очень много фокусировались на финансовой устойчивости. Но цифровизация и оказание услуг массовому клиенту — повышает значение управления операционными рисками со стороны профессионального участника. Думаю, на этом направлении также будем фокусироваться. Надо вначале понять, насколько этот риск значим для рынка, может быть, выявить болевые точки — и тогда уже принимать решение о необходимости регулирования в этой части на уровне нормативных актов.

И последнее, наверное, из того, что хотела бы сказать. Принят и зарегистрирован нормативный акт по управлению конфликтом интересов. Мы долгое время жили в регулировании, установленном еще ФКЦБ, которое сильно отставало от реалий рынка. Мы видим, что у компаний, особенно крупных, очень часто при предложении разных услуг присутствует конфликт интересов. И далеко не всегда он качественно управляется. Кажется, вызовом на следующий год будет наведение порядка вот в этой части: доведения до рынка наилучших практик. Чтобы проблемы, связанные с конфликтом интересов, решались на российском фондовом рынке так, как это делается на развитых рынках.

В завершение не могу не сказать про криптоактивы. Банк России последователен, мы считаем, что активы эти рискованные, непрозрачные. Поэтому пока мы не готовы к предложению этих активов инвесторам. Это первая вводная.

Вторая вводная. Инвестиционное сообщество часто говорит регулятору, что надо смотреть на зарубежный рынок.

Но зарубежный рынок очень большой. Мы посмотрели, например, в сторону Китая, который вначале разрешал использование этих активов, а теперь ввел полный запрет на все, с ними связанное. Опыт — он разный. Мы видим некое ужесточение — как минимум, риторики, а в некоторых случаях и регулирования — и на других зарубежных рынках. Поэтому принимать решения будем очень взвешенно и осторожно.

Наверное, все. Готова буду ответить на вопросы. Спасибо.

Алексей Тимофеев. Оля, спасибо большое. Я должен спросить участников сессии, есть ли вопросы к Ольге? У меня есть буквально пара комментариев, а потом я предложу задать вопросы из зала.

Первый коммент — об инвестиционном профилировании. Я полностью согласен, на первом этапе мы должны были добиться того, чтобы процесс инвестиционного профилирования был корректен в целом — с точки зрения их сбалансированности. Мы обязательно обратим внимание на то, о чем ты говорила. Мы попробуем протестировать на модельных профилях адекватность инвестиционных профилей присвоения.

Во-вторых, я бы хотел все-таки задать вопрос. Мы полностью согласны с тем, что нужно очень внимательно относиться к развитию технологий (в том числе, к искусственному интеллекту в области инвестиционного консультирования). Но это должны быть отчасти научные исследования, а не административные, на мой взгляд. И я бы хотел предложить вернуться к мысли отказаться от аккредитации программ инвестиционного консультирования, которая в качестве меры контроля за используемыми программами себя не оправдывает и кажется чрезмерной.

Ну, и криптовалюта. Давайте, может быть, сделаем какую-нибудь стратегическую сессию, для того чтобы лучше оценить эти вопросы. Я думаю, что главная проблема восприятия этого актива заключается в его непонятности. Эту непо-

нятность мы можем снять в совместном искреннем исследовании и обсуждении. Но криптовалюту трудно игнорировать, потому что те рынки, на которые мы равняемся, ищут какой-то компромисс в отношении к этому активу. И чем дальше, тем больше этот компромисс становится вопросом конкурентоспособности. Китайцы криптовалюту запретили, ну, о'кей — но они могут оказаться у обочины. А нам нужно решить для себя, с кем мы в этом процессе будем.

Оля, может быть, ты прокомментируешь мои комментарии, а потом я предложу участникам задать вопросы?

Ольга Шишляникова. Очень коротко. Нам кажется, что сейчас отказываться от аккредитации программ преждевременно. Все-таки СРО вносит свою позитивную долю в этой части, проверяя соответствие программы заявленным требованиям. Поэтому пока бы мы все-таки посмотрели, как это развивается, а потом вернулись к дискуссии. По второму вопросу я все сказала.

Алексей Тимофеев. Да, спасибо большое. Коллеги, ваши *вопросы*.

Виктор Немихин. Не могу себя пока называть инвестиционным советником, я в процессе. Здесь было озвучено, что в Америке работает порядка 200 тысяч инвестиционных советников. Я тоже пытался изучать этот вопрос, но нашел другую цифру — 380 тысяч инвестиционных советников, причем из них независимыми инвестиционными советниками являются порядка 15–20%. Также я имел возможность посмотреть на платформы, которые созданы для инвестиционных советников некоторыми американскими брокерами. Сегодня я услышал, что и «Тинькофф», и «АТОН», и «ФИНАМ» планируют создание аналогичных платформ. Можно ли несколько подробнее, как вы это видите? Спасибо.

Дмитрий Панченко. Очень кратко. В целом, когда мы в «Тинькофф» думаем о какой-то новой фиче, то вначале смотрим, как ее сделали в мире. После этого дорабатываем, вносим свое и делаем.

Андрей Звездочкин. Если говорить об опыте «Атона», то это не планы — мы уже делаем платформу сейчас. Количество работающих на нашей платформе независимых советников сопоставимо с количеством финансовых советников, которые работают в штате компании. Мы реализуем платформу, которая позволяет получить доступ к наиболее современным продуктам и технологиям ведения портфеля. Среди них управление риском, получение экспертной поддержки в разных аспектах деятельности, онбординг, обслуживание клиентов, — в общем, комплекс вопросов, которые возникают в процессе обслуживания клиентов.

Александр Бирман. На самом деле уже сейчас ничто не мешает подключаться к действующей платформе «Финама» Comon. По-хорошему, следующий шаг — пройти аккредитацию в качестве независимого инвестсоветника. Но уже сейчас можно стать автором стратегии и, как минимум, учиться самостоятельно, а также иметь последователей. Этот опыт приобретается совместно. Спасибо.

Алексей Тимофеев. Кстати, НАУФОР считает, что наиболее перспективный путь развития индустрии реализуется именно на базе платформы. Очень доверяем тем участникам рынка, кто такие платформы будет предлагать в процессе оценки качества привлекаемых инвестиционных советников. Это, мне кажется, серьезный вызов: потому что в ближайшее время мы столкнемся с людьми, которые будут желать называться инвестиционными советниками без всяких для того оснований. И нам бы не хотелось, чтобы идея была дискредитирована. Ведь НАУФОР была инициатором не только изменений законодательства, связанного с инвестиционным консультированием, но также и с разрешением эту деятельность осуществлять индивидуальным предпринимателям. Мы по-прежнему в это верим. Однако считаем, что те, кто будет называться инвестиционными советниками, должны подчиняться более строгим, чем сейчас, требованиям. И это

можно сделать на уровне саморегулируемых организаций.

Первым делом, наверное, мы сформулируем — именно на уровне саморегулируемых организаций — требования к дополнительному тестированию. Потому что самые большие претензии у нас возникают к квалификации тех, кто сегодня называет себя инвестиционными советниками (или как бы инвестиционными советниками). Также НАУФОР будет полагаться на тот отбор, который будут делать члены ассоциации, привлекающие инвестиционных советников к сотрудничеству.

Коллеги, есть возможность задать еще два вопроса.

Андрей Христолюбов. Добрый день, коллеги! Меня зовут Андрей Христолюбов, владелец компании «Центр инвестиций недвижимости и финансов». Вопрос к Алексею. Мы с вами несколько лет назад общались, и я говорил, что в 2014 году стал (как и мои друзья) потерпевшим при банкротстве компании. Как раз тогда встал вопрос о страховании рисков инвестиций в фондовый рынок. Вы говорили тогда, что этот вопрос рассматривается, а сегодня сказали, что закон прошел первое чтение. На ваш взгляд, когда закон будет принят (пройдет второе и третье чтение) и каковы примерно будут его параметры? У банков, мы знаем, сейчас страхуется сумма депозита до 1 млн 400 тысяч рублей. А как решится вопрос с инвестициями — будет ли рассматриваться общая сумма или компенсация будет зависеть от процента, чего-то еще? Спасибо.

Алексей Тимофеев. Я даже уже начинал отвечать на этот вопрос сегодня. Закон, посвященный пока только страхованию индивидуальных инвестиционных счетов, принят в первом чтении и в существующем виде предполагает решение на этот счет саморегулируемой организации. Некоторые из сидящих здесь — члены совета директоров НАУФОР. От их решения будет зависеть, будет ли НАУФОР создавать соответствующий компенсационный фонд после того, как это позволит делать закон. Поэтому я не могу ответить

на этот вопрос, это будет зависеть всецело от усмотрения совета директоров НАУФОР. Моя позиция будет определяться именно этим решением.

Роман Горюнов. А можно я в дискуссию с Олей вступлю? Она пару раз апеллировала ко второй бирже, которая тоже будет запускать опционы. Можно я призыву регулятора не пугаться раньше времени того, чего не надо бояться? Во-первых, покупка опционов для клиентов — это, скорее, благо, а не вред, и вообще, этого не бояться надо, а всячески приветствовать. Поэтому в моем понимании невключение опционов в маржиналку, скорее, преимущество. Потому что купленные опционы нельзя будет учитывать в качестве актива под операции с другими инструментами, что хорошо. А если вы включите опционы в маржиналку, то их можно будет использовать в таком качестве. Ведь очевидно совершенно, что купленный опцион — это актив.

Во-вторых, опционы на акции не страшнее, чем уже существующие опционы на фьючерсы, которые совершенно спокойно клиенты могут покупать и продавать уже сейчас в российском правовом поле. Ровно для этого, мне кажется, вводилось тестирование — чтобы абы кто не делал операции с деривативами. Поэтому есть предложение не бояться. Не надо вводить никаких ограничений для квалинвесторов. Мы уже закрыли тему про деривативы для квалов/неквалов — для этого ввели тестирование. А маржиналку действительно надо будет когда-то сделать. Мне кажется, там будет много технических вопросов, но мы их доработаем по ходу пьесы.

Ольга Шишляникова. Я уже почти не беспокоюсь. Если биржи скажут, что инвесторы будут только покупать опционы, но ни в коей мере не продавать их.

Роман Горюнов. Я понимаю, что Оля имеет в виду. Очевидно, что нужны какие-то ограничения [по маржинальному кредитованию опционов]; и мы как биржа их сделаем, и участники тоже сделают. Но это все не выходит за рамки тех правил, что уже существуют сейчас.

Роман Лохов. Есть консервативные бабушки, а есть бабушка, которая работает министром финансов Соединенных Штатов Америки. Может быть, ей дадут разрешение покупать опционы?

Ольга Шишляникова. Ну конечно! Я так сразу и подумала: именно Джанет Йеллен поочередно приходила к тем 10 российским инвестсоветникам, которые ее отпрофилировали как клиента с умеренным риск-профилем.

Алексей Тимофеев. Оля, ну почему не дать человеку рискнуть напоследок.

Ольга Шишляникова. Коллеги, в каждой шутке, конечно, есть доля шутки тоже. Что касается опционов, то еще раз хочу обратить внимание: регулятор видит здесь определенные риски. Да, мы будем все это обсуждать: я же не сказала, что мы все запретим. Но мы также знаем, что иногда брокеры не особенно пользуются правом ограничить клиента, когда тот приобретает высокорискованные продукты. Практики бывают разные. Но вы же понимаете, что клиенты всех брокеров имеют право обращаться за защитой своих прав в Банк России. И Банк России должен реагировать, — в том числе, на риски, которые несут те или иные инструменты для неквалифицированных инвесторов.

Алексей Тимофеев. Оля, разумеется, я шутил. Мы будем учитывать все обстоятельства инвестиционного профилирования, для того чтобы судить о том, насколько оно адекватное. С этим мы согласны.

Владимир Курляндчик. Поскольку я понял по предыдущей дискуссии, что диалог с регулятором оживляет зал, то решил тоже подсветить одну тему. Мне, если честно сказать, не очень понравился призыв регулятора ко всем брокерам делать бест экзекьюшн прямо сейчас в том понимании, что клиент может подать ордер без указания площадки, на которой пойдет сделка. В моем понимании та процедура исполнения сделки, которую сейчас реализуют отечественные брокеры по тем бумагам, которые торгуются на

разных площадках, прозрачно показывая клиенту, что и где происходит, — это и есть бест экзекьюшн. Тем более, если вспомнить, что брокеру нужно будет делать дальше, — для того, чтобы проданная таким образом бумага везде, например, засетлилась. У нас не Америка, поэтому вряд ли можно сказать, что этот механизм прямо сейчас несет пользу.

Я это все говорю, несмотря на то, что конкретно наша компания — вообще-то бенефициар подобного сорта технологий, поскольку мы их можем предложить прямо сейчас. Но конкретный призыв меня, если честно, удивил. Мне кажется, брокерское сообщество сейчас делает все абсолютно правильно по духу. Спасибо.

Ольга Шишляникова. Мне казалось, что, во-первых, я говорила про биржи: мы видим тенденцию обеих бирж по наращиванию инструментов, которые будут торговаться на двух площадках. И в этом контексте процедура формирования клиентской заявки вызывает вопросы.

Кроме того, бест экзекьюшн — это анализ не только российских площадок. И мы видим, что некоторые брокеры к этому очень ответственно относятся, анализируют ситуацию не только на отечественных биржах (я в данном случае говорю про иностранные ценные бумаги). И с целью соблюдения принципа бест экзекьюшн предлагают отдельным клиентам совершение сделок на иностранной площадке — в силу того, что это обеспечивает наилучшее исполнение. Практики разные. Мы говорим о том, что будем на них концентрироваться, будем обращать на обозначенный конкретный аспект более пристальное внимание.

Алексей Тимофеев. Ответ понятен, по-моему.

Уважаемые коллеги, дорогие друзья! Давайте сделаем перерыв. Ольга останется с нами для участия в следующей сессии. Мы с ней не прощаемся. Спасибо вам за ваше внимание и спасибо спикерам за их выступления. Оля, спасибо большое. □

Плюрализм деталей

В рамках ежегодной Уральской конференции НАУФОР состоялась сессия «Компании рынка коллективного инвестирования»

Фотографии Андрей Порубов

Участники: Екатерина Ганцева («Совкомбанк Управление активами»), Татьяна Есаулкова («СДК «Гарант»), Роман Серов («РСХБ Управление активами»), Мария Шапиро («МКБ Инвестиции»), Николай Швайковский («Альфа-Капитал»), Ольга Шишлянникова (Банк России, директор департамента).

Модератор — Илья Ванин (вице-президент НАУФОР).

Илья Ванин. Друзья, еще раз всех приветствую! Мы переходим ко второй тематической панели, она посвящена рынку коллективных инвестиций. Надеюсь, нам удастся сегодня обсудить ряд актуальных вопросов и услышать мнение регулятора. По объективным причинам Ольга Юрьевна общается с нами в удаленном формате. Уверен, это не помешает сегодняшней дискуссии, первая панель это продемонстрировала.

Мы уже начинаем привыкать к тому, что со стороны Банка России, со стороны экспертов звучит

мнение о том, что рынок коллективных инвестиций — именно тот рынок, инструменты которого подходят для начинающих инвесторов. Мне хотелось бы попросить сегодняшних наших гостей высказаться на этот счет. Насколько отрасль готова к такой роли, какие, может быть, есть сложности, чего мы ждем от регулятора. Предложил бы каждому из участников высказаться на этот счет.

Катя, предлагаю начать с тебя.

Екатерина Ганцева. Коллеги, приветствую всех! Очень приятно видеть вас очно. Сегодня очень много говорилось про розничных инвесторов, про тестирование, про допуск неквалифицированных инвесторов на фондовый рынок, приводилось очень много цифр. Я бы хотела их немножко дополнить.

На текущий момент у паевых инвестиционных фондов примерно 3,5 млн клиентов. При этом, по статистике Росстата, численность работоспособного населения РФ (от 20 до 60 лет) составляет 81,5 млн человек, по данным 2019 года. По итогам 2020 года, среднемесячный доход — чуть больше 35 тысяч рублей.



Нынешний охват населения индустрией паевых инвестиционных фондов составляет чуть больше 4% всего работоспособного населения, и мы понимаем, что рынку коллективных инвестиций точно есть, куда расти. С другой стороны, мы понимаем, что работающий человек может инвестировать не всю свою зарплату, а, в среднем, примерно 10% от зарплаты. Вот 3,5 тысячи рублей в месяц, — это, грубо говоря, та сумма, которую среднестатистический гражданин, желающий поучаствовать в финансовом рынке, может инвестировать. Единственный инструмент, который на сегодняшний день может дать ему комфорт с такой суммой инвестиций — это паевые инвестиционные фонды. В первую очередь,

открытые и биржевые паевые инвестиционные фонды.

При этом розничный рынок коллективных инвестиций, рынок ОПИФ в первую очередь, — уже достаточно сложился. На нем работает небольшое количество крупных участников, обладающих исторически сложившейся розничной сетью, которые дают клиентам возможность приобретать паи открытых паевых инвестиционных фондов. Сейчас у рынка появилась прекрасная возможность запустить биржевые паевые инвестиционные фонды, она дает большому количеству компаний возможность войти в розницу. При этом, запуская различные инструменты или с нуля, или

в новую сетку, участники понимают, что требования клиента к инструменту, в который он готов инвестировать, изменились. Тут, на мой взгляд, открытые фонды немножко проигрывают.

Три самых важных момента для входа розничного инвестора в ПИФ таковы: 1) знания клиента об инструментах, 2) возможность технологического оформления сделки, 3) профессиональное управление.

Профессиональное управление активами клиента — ключевая ответственность всех управляющих компаний. На то, чтобы у массового инвестора появились знания об инструменте, работает весь рынок: в том числе, и саморегулируемые организации, и Банк России. В по-



следние годы появилась реклама инвестиционных продуктов — и на телевидении, и в печатных изданиях, и в интернете.

А вот технологическое оформление для открытых паевых инвестиционных фондов представляет проблему. Может быть, коллеги со мной не согласятся, но мне видится так. Ключевой проблемой на текущий момент является то, что инвесторы привыкли, во-первых, знать цену бумаги, которую приобретают и деньги за которую перечисляют. Им сложно воспринимать продажу активов в формате T+1: то есть, когда определенную сумму они перечисляют сегодня, а количество поставленных за эти деньги бумаг могут узнать только на следующий день. Сейчас мы совместно

с регулятором работаем над вопросом продажи паев открытых фондов в формате T+0. Но на текущий момент продажи идут в формате T+1. Для новых клиентов — это не очень понятная история.

Вторая проблема, которая также, так или иначе, возникает — это дробность паев. Пай — одна из немногих ценных бумаг, которая учитывается минимум до пятого знака после запятой. Очень часто биржевые технологические решения для брокерских компаний не поддерживают дробность пая. Клиент не всегда понимает, что у него не целая бумага, а с остаточными хвостиками; что ему делать с этими остатками, тоже не очень понятно. Я сейчас говорю именно о восприя-

тии новых розничных клиентов в части инструмента открытого фонда.

Вопросы со стороны розничных инвесторов вызывает также платеж против поставки. Большинство инструментов на отечественном рынке (и биржи поддерживают это) работают по принципу «поставка против платежа»: сначала начислили бумаги, потом списали заблокированные средства. А в части открытых паевых инвестиционных фондов работает другая схема, как я уже говорила: сначала возьмем деньги, потом поставим бумаги. Это клиенты тоже воспринимают неоднозначно.

Вот такие три вещи я хотела озвучить. **Илья Ванин.** Катя, спасибо большое. Прошу коллег продолжить, описать

свое видение вопроса. Потом, наверное, предоставим слово Ольге Юрьевне, чтобы осветить услышанное, и, может быть, дополнить позицией Банка России. Нет возражений? Роман, прошу.

Роман Серов. Мы — новый игрок на рынке коллективных инвестиций. Для некоторых неожиданно увидеть «Совкомбанк», системно значимый ритейловый банк с приличным розничным балансом, стремительно врывающимся на рынок управляющих компаний и коллективных инвестиций. Но мы сюда пришли.

Если говорить именно о технологическом аспекте, то я полностью согласен с Екатериной. Если можно будет рассчитывать не в формате T+1, а внутри дня, это будет замечательно. Если можно будет рассчитываться по открытым ПИФам в валюте, тоже будет замечательно.

Но в целом, отвечая на общий вопрос Ильи о положении рынка коллективных инвестиций, хотел бы отметить, что процесс приобрел уже необратимый характер: и в плане финансовой грамотности населения, и в плане проникновения финансовых инструментов в пассивную базу банковской системы. Надо, конечно, отдать должное и участникам рынка, и регулятору, и саморегулируемой организации НАУФОР. Благодаря их совместным стараниям на рынке имеется нормально работающий продукт для неквалифицированного инвестора, не очень образованного: именно такой продукт, с которого инвестирование нужно начинать. Продукт публичный, с публичным трек-рекордом, зарегулированный по составу и структуре активов, с открытыми комиссиями (в отличие от продуктов других индустрий). Хотя определенные технологии нужно доработать.

И ОПИФы, и БПИФы, и ЗПИФы на равных правах ворвались в нашу жизнь. Они отражают интересы абсолютно разных сберегателей, с разным риск-профилем, разным состоянием и разными целями. Есть люди, которые сами активно управляют своими сбережениями. При этом ОПИФы — это

все-таки массовый сегмент для людей, которые доверяют добросовестным управляющим, где есть возможность строить разные стандартные стратегии, возможность балансировать портфели. Отличный продукт, но технологию надо доработать.

Илья Ванин. Роман, спасибо. Мария, добавьте?

Мария Шапиро. Добавлю совсем чуть-чуть. В основном мы сейчас обсуждаем розничного инвестора: наверное, в этом смысле более интересны фонды открытые и биржевые. Мы считаем, что довольно хорошее будущее у индустрии биржевых фондов, потому что, во-первых, биржи делают ставку на развитие этого инструмента, а во-вторых, в целом сами по себе ОПИФ или БПИФ — достаточно гибкий инструмент. Анализируя клиентскую базу этих фондов, сложно согласиться со статистикой, которую привела Екатерина. Инвестирующий клиент со средней зарплатой 35 тысяч рублей — наверное, не такая уж большая группа в розничном сегменте. Хотя они, безусловно, тоже есть.

В этом смысле паи как раз являются очень гибко настраиваемым инструментом, который можно использовать для разных клиентов (для крупных, для мелких, для среднего класса) и в разных стратегиях, в том числе, достаточно агрессивных. Здесь я не вполне соглашусь с коллегой, который сказал, что это инструмент для не совсем грамотного инвестора: это инструмент для очень разного инвестора.

Да, рынок коллективных инвестиций может поддерживать определенную долю неискушенных инвесторов, но он также может достаточно эффективно использоваться инвесторами, которые имеют опыт и знания, но не очень заинтересованы в том, чтобы все время нажимать кнопки.

Еще один момент касательно технологических цепочек. Действительно есть сложности, в том числе, и потому, что в современном мире инвестор, даже неискушенный, достаточно сильно разбалансирован скоростями. Мы привыкли к тому, что загружаем карточку в банкомат, и

он сразу выдает деньги. Соответственно, клиент предполагает, что, если денежки, например, поступили на брокерский счет, то он сразу может ими оперировать. Если он сталкивается с ситуацией, когда либо отдал денежки и еще не видит бумагу, либо отдал бумагу и не видит денег, то эти временные лаги (которые создаются либо на выдаче, либо на погашении паев) розничного инвестора довольно сильно смущают.

Здесь есть над чем работать. И брокерские услуги не всегда работали в практически онлайн-режиме, и торги не всегда происходили в формате 24/7. Индустрии есть куда развиваться.

Ну и по поводу дробных частей. Да, это техническая проблема, но мы ни в коем случае не хотим отказываться от дробей. Это достаточно удобный инструмент для многих инвесторов. Это вопрос развития IT-технологий: надеюсь, что они будут успевать за пожеланиями инвесторов. **Роман Серов.** Я как раз сказал, что ПИФ — продукт не только для массового сегмента. Он отвечает интересам и других клиентских сегментов, в том числе, премиального. Поэтому я с вами согласен абсолютно.

Екатерина Ганцева. Если можно, я тоже отреагирую. Я давала портрет не инвестора, а жителя страны, в соответствии со статистикой Росстата.

Мария Шапиро. Жители и есть потенциальные инвесторы. Количество людей, которые могут прийти на фондовый рынок, прямо зависит от количества людей, которые имеют свободные средства для инвестирования.

Илья Ванин. Спасибо. Коля, прошу добавить, если что-то, по твоему мнению, осталось не обсужденным коллегами.

Николай Швайковский. Коллеги, добрый день всем. Поддержку коллег горячо. В первую очередь, мне кажется, технологичность — это именно тот вызов, который сейчас перед нами стоит. В этом направлении точно надо двигаться. Уже, наверное, треть численности нашей компании — это IT-специалисты, и число их растет. Приходится нести довольно

существенные расходы по улучшению цифровых сервисов. И да, сокращение сроков выдачи паев — это, безусловно, то, к чему надо стремиться.

Рост интереса к коллективным инвестициям отрицать невозможно. В России вообще уникальная ситуация: этот рост практически целиком обеспечивается розничными инвесторами. Нет поддержки в лице институционалов, которые во всем мире тоже являются потребителями фондов. У нас же — исключительно индивидуальные инвесторы. Но что приятно, речь идет не только о рознице. Раньше в нашей компании высоко состоятельным клиентам паи не предлагали: разве что на сдачу. Сейчас те же люди уже могут вполне формировать портфели за счет паев, это уже нормально воспринимается обеими сторонами.

Что касается биржевых фондов, тут результаты налицо, и спасибо Московской бирже за вовлеченность в процесс, за то, что вместе с индустрией она внедряла технологические решения и новые сервисы.

Индустрию часто упрекают в высоких комиссиях. Ну, во-первых, комиссии снижаются, причем мы этот путь проходим гораздо быстрее, чем его проходили другие, в том числе, развитые рынки. Там это все растягивалось на десятилетия, а мы к текущему уровню комиссий пришли буквально за пару лет. И, думаю, этот процесс будет идти и дальше. В начале следующего года появятся фонды с выплатой доходов, и мы видим среди клиентов интерес к таким формам коллективных инвестиций. В общем, будем стараться и дальше развиваться вместе. Спасибо.

Илья Ванин. Николай, спасибо большое. Таня, я бы хотел тебя попросить прокомментировать с точки зрения инфраструктуры этот же вопрос. Насколько, по твоей оценке, инфраструктура готова к росту рынка коллективных инвестиций, к внедрению технологий, о которых заявили коллеги? Прошу.

Татьяна Есаулкова. Добрый день, уважаемые участники конференции, очень рада вас видеть. Выступлю от отрасли

специализированных депозитариев. Мы с оптимизмом наблюдаем рост открытых фондов, рост операций в фондах, рост количества пайщиков — и понимаем, что инфраструктура должна быть готова к таким объемам.

Что, в принципе, нужно управляющей компании от специализированного депозитария? В первую очередь, чтобы спецдепозитарий работал надежно, чтобы все происходило быстро, оперативно, точно, чтобы было легкое, удобное взаимодействие. При росте объемов операций эти факторы (особенно скорости, надежности и качества) становятся существенными. Безусловно, мы уже на протяжении последних нескольких лет огромное внимание уделяем IT-технологиям. Я об этом говорю практически всегда: на всех конференциях и встречах. Поддержку здесь Николая: мы усиливаем наши инвестиции в информационные технологии, потому что руками такое большое количество операций и сложных расчетов провести невозможно.

Самое главное, ключевое преимущество, конкурентность спецдепозитария — это его IT-технологии, которые позволяют все делать оперативно и быстро. Мы верим, что объемы сделок будут расти. В нашей компании штат IT уже превышает 60 человек, и его не хватает, потому что задачи растут. Огромные усилия были брошены на освоение формата XBRL, мы с 1 октября предоставляем отчетность в этих форматах. Это колоссальная нагрузка, инвестиции в десятки миллионов рублей только у одной нашей компании. Представляю, каковы затраты всего рынка.

Каких изменений в работе розничных фондов мы ожидаем? Мы готовимся, во-первых, к отмене транзитных счетов. Это позволит выдавать паи в режиме уже не T+1, а в T+0. Нам важно перестроить текущую операционную работу, потому что технологии меняются.

Во-вторых, мы готовимся к возможности (она появится у управляющих компаний и открытых фондов) выплачивать инвестиционный доход в откры-

тых фондах. А количество пайщиков в открытых фондах значительно больше, чем в закрытых фондах, это абсолютно другие технологии. И мы надеемся, что здесь регулятор согласится с возможностью осуществлять выплату дохода в открытых фондах по аналогии с тем, как происходит выплата доходов в акционерных обществах, по каскадной схеме. Тогда спецдепу не придется выдавать согласие на каждый платеж, он просто будет эти платежи осуществлять.

Также хотелось бы, чтобы спецдепозитарий мог получать первичные документы напрямую у банка (выписки, платежки) и у брокера (отчеты), а не от управляющих компаний. Это позволило бы нам быстрее осуществлять расчет стоимости чистых активов. А с управляющих компаний сняло бы дополнительную нагрузку перенаправку документов в спецдепозитарий. Я считаю, что управляющие меня поддерживают. Это бы значительно разгрузило их операционную работу.

Сейчас некоторые банки дают спецдепозитариям возможность напрямую забирать выписки, но это пока разовые случаи, а не общая практика. Хотелось бы, чтобы это стало сложившейся историей, в которой спецдепозитарии и управляющие компании работают по описанной схеме.

Поскольку мы как спецдепозитарий согласовываем платежи, то у нас стоит порядка 50 (наверное) различных систем банк-клиент. Системы у всех банков разные: разные технологические платформы, разные функциональные возможности. Мы как спецдепозитарий сталкиваемся с тем, что, по требованию законодательства, должны хранить платежные поручения, которые согласовали как спецдеп в системе «банк-клиент». А многие «банк-клиенты» просто не позволяют выгружать эти платежные поручения с отметкой спецдепа о согласовании. И это большая проблема. Может быть, можно было бы такое требование отменить, внести изменение в 474-П, которое разрешило бы спецдепу не хранить эти копии.

Кстати, тоже хотела добавить важные данные: по статистике, в России количество работающих людей, которые имеют зарплату свыше 100 тысяч рублей, не превышает 15% от всех работающих людей в стране. Мне кажется, это очень мало. И, конечно, наша базовая задача состоит в том, чтобы заработные платы росли. Тогда и у розничных фондов потенциал с годами будет расти. Нам нужно стремиться к тому, чтобы благосостояние соотечественников росло. Тогда наш бизнес также будет развиваться. Спасибо за внимание.

Илья Ванин. Татьяна, спасибо большое.

Ольга Юрьевна, хотел бы сейчас передать слово вам. Мы знаем, что Банк России эффективно и успешно работает над совершенствованием нормативно-правовой базы. Сейчас заканчивается работа, запланированная на 2021 год, формируются задачи по нормативно-правовым актам Банка России на 2022-й. Индустрия знает, что регулятор нас слышит.

Я хотел бы вас попросить прокомментировать, какая работа Банком России проводится сейчас. Может быть, затронуть те пожелания коллег по улучшению функционала открытых и биржевых фондов, которые здесь прозвучали. Ольга Юрьевна, прошу вас высказаться.

Ольга Шишлянникова. Добрый день еще раз, коллеги! Когда я начинала готовиться к этой сессии, то открыла программу конференции и увидела очень интересное название: «Индустрия коллективного инвестирования как приоритет следующего этапа развития финансового рынка». Хочется верить, что это приоритет не в части нормативного регулирования. Я посмотрела, как изменялось регулирование по сегменту коллективных инвестиций: на мой взгляд, в последние годы оно менялось очень динамично, если не сказать слишком динамично. И мне казалось, что у рынка не должно остаться потребности в изменениях, а хочется стабильности, возможности перевести дыхание и отработать те новеллы, которые

уже имеются. Ну это в качестве шутки, но в каждой шутке есть лишь доля шутки.

На самом деле изменения в регулировании индустрии коллективных инвестиций были достаточно глобальными, далеко не точечными поправками, и часть из них мы даже не полностью реализовали. Уже прозвучало, что на этот год запланирован выпуск четырех нормативных актов Банка России, которые будут регулировать требования к правилам соответствующих фондов и заменят типовые правила, утвержденные ранее.

Помимо этого, в этом году введен еще ряд регулирований. Здесь я бы хотела обратить внимание как на правоприменение, так и на надзорные наблюдения, связанные с тем, как начали применяться новые правила.

В этом году вступил в силу нормативный акт, который регулирует вопросы, связанные с конфликтом интересов у управляющих компаний. И мы уже посмотрели у ряда компаний, как они реализовали это на практике. С одной стороны, хочу отметить, что бумажные требования, которые содержались в нормативном акте, большинством компаний были выполнены. Но также необходимо отметить, что меры, которые должны были разработать управляющие компании для работы с конфликтом интересов, как правило, являются очень формальными. Видно, что это сделано преимущественно для «галочки», а не для реального управления рисками, которые связаны с конфликтом интересов.

Здесь мы ждем, что следующим этапом будет переход от формального подхода к реальному. Нормативные внутренние документы тоже нужны. Но мы надеемся, что все-таки, по мере применения на практике, они будут насыщаться конкретными мероприятиями. А не мерами, которые вписываются для проформы, чтобы при проверке Банк России не предъявил претензии в части соблюдения этого нормативного акта.

В ходе проверок мы также видим, что управляющие компании активно

используют индексы. Это, конечно же, в первую очередь связано с развитием биржевых паевых инвестиционных фондов. И здесь бы хотела отметить особенность, связанную именно с конфликтом интересов. Зачастую эти индексы разрабатывают не независимые индекс-провайдеры, а либо сами управляющие компании, либо аффилированные с ними лица. И в силу того, что требования к этим индексам пока отсутствуют, а деятельность индекс-провайдеров не регулируется, мы видим очень большие проблемы. Проблемы связаны и с прозрачностью используемых индексов. И со способами, посредством которых управляющие компании отслеживают внесение изменений в соответствующий индекс. И с тем, как УК доносят до клиентов информацию о внесении изменений в порядок расчетов индексов. Здесь, на наш взгляд, очень большое поле для работы.

Да, мы пока не ввели регулирование этого сегмента. Но вы же знаете: Банк России скор на принятие. В данном случае регулятор предлагает пока мягкое регулирование, в котором взяты за основу общие международные практики. Мы знаем, что одной из лучших практик являются документы IOSCO, которые устанавливают основные принципы в части работы с индексной деятельностью. И мы предлагаем управляющим компаниям опираться на эти принципы при разработке собственных индексов либо при взаимодействии с индекс-провайдерами.

Мы видим позитивный отклик от тех управляющих компаний, с которыми начали обсуждать эти вопросы. Компании готовы двигаться в этом направлении, это не может не радовать.

Какие еще изменения вступили в силу в этом году? С 1 октября вступили изменения в правила раскрытия информации по управляющим компаниям. Мы уже успели посмотреть, как рынок отреагировал на эти изменения. Также есть положительная оценка того, что было проделано. Мы видим, что 111

управляющих компаний, которые имеют под управлением 533 паевых инвестиционных фонда, паи которых не ограничены в обороте (за исключением всего двух УК), разместили информацию о своих паевых инвестиционных фондах в виде КИДов. Это не может не радовать. Радует также, что достаточно корректно используются формы, предложенные для раскрытия этой информации.

В то же время мы видим, что управляющие компании зачастую допускают очень непрофессиональные ошибки. Например, мы видели, что при раскрытии информации используются некорректные значения индекса потребительских цен. Также мы видим, что зачастую в КИДах комиссия отличается от той, которая включена в действующие правила доверительного управления. Видим, что иногда при раскрытии КИДов бывают отклонения в описании инвестиционной стратегии.

Мы надеемся, что участники рынка еще раз внимательно изучат эту информацию, потому что это именно та информация, на основании которой клиенты принимают решения о выборе — той или иной управляющей компании, того или иного продукта. Нам кажется, что профессиональные компании должны максимально ответственно относиться к этому вопросу и максимально точно отражать эту информацию, а не вводить в заблуждение своих потенциальных клиентов.

Что еще необходимо отметить? В этом году, как я уже говорила, Банк России должен принять четыре нормативных акта, которые будут регламентировать требования к правилам доверительного управления паевыми инвестиционными фондами. Если мне не изменяет память, то последний акт, как раз в части биржевых паевых инвестиционных фондов, должен быть сегодня размещен на сайте Банка России. **Илья Ванин.** Да, сегодня размещен. **Ольга Шишлянникова.** Значит, Банк России разместил все четыре проекта. Мы открыты к дискуссиям. В документах в основном сохранены те подходы, которые

реализованы в типовых правилах. Но в то же время вводится требование обязательного указания на то, какая стратегия используется в том или ином паевом инвестиционном фонде — активная или пассивная. Мы говорим о том, что в правилах (это плюс управляющей компании) может быть отражен конфликт интересов, который компания не обязана предотвращать. Это позволит, с одной стороны, минимизировать затраты на управление конфликтом интересов; с другой стороны, дать клиентам четкую информацию о том, что в том или ином конкретном случае управляющая компания явно будет действовать в условиях конфликта интересов. И в этом случае клиент должен принимать открытое, взвешенное решение.

Далее, мы расширяем возможность выплаты со стороны ПИФ текущего дохода от доверительного управления. Мы добавляем эту опцию и для биржевых паевых инвестиционных фондов, и для открытых интервальных. Так что такая возможность появится.

Кроме того, для открытых и интервальных паевых инвестиционных фондов предусматривается возможность передачи в оплату инвестиционных паев не только денежных средств, но и иного имущества; а для биржевых паевых инвестиционных фондов, которые (сегодня это уже звучало) сейчас реализуют пассивные инвестиционные стратегии, предусматривается возможность использования активной инвестиционной стратегии. Так как мы видим, что некоторые управляющие компании, не имея такой возможности, выбирают для формирования этих фондов квазиактивные индексы, скажем так. Нам представляется, что здесь есть и возможность для расширения бизнеса, и возможность прямо предусмотреть использование в БПИФ активных стратегий.

Наверное, теперь перейду коротко к вопросам.

Формат T+0. Да, уже не первый год обсуждается возможность отказа от транзитных счетов, даже был разработан законопроект. К сожалению, пока нас

не поддержали органы государственной власти. Они усматривают в этом риски для клиентов, положительного отзыва на законопроект пока нет. Поэтому я бы в данном случае думала либо о трансформации этого предложения и использовании других механизмов: если какие-то предложения в этой части есть, мы их готовы рассмотреть. Либо все-таки выстраивать взаимоотношения с кредитными организациями, которые также позволяют ряду управляющих компаний рассчитывать, в том числе, день в день. Думаю, быстрой победы в плане реализации формата T+0, к сожалению, не получится.

Дробные части пая — хорошая история для того, чтобы продемонстрировать открытость регулятора к предложениям рынка относительно того, где именно регулятору следовало бы сконцентрировать внимание. Ведь относительно дробных частей паев, с одной стороны, прозвучали опасения участников рынка — что их наличие затрудняет приход розничных инвесторов в такой инструмент, как пай ПИФ. С другой же стороны, прозвучало пожелание участников рынка, что существование дробных частей является интересной опцией, от которой ни в коей мере нельзя отказываться. Так что я этот пункт пока вычеркнула из планов на следующий год. Шутка.

А если говорить серьезно, то, конечно же, наши ресурсы не безграничны. Каждая приходящая к регулятору компания рассказывает о своих проблемах и хочет, чтобы мы подкорректировали регулирование в соответствующей части именно под их бизнес-схему. Конечно же, у нас таких возможностей нет, это первое. Второе: если конкретный кейс будет урегулирован для одной компании, может оказаться, что для 100 других компаний он окажется не очень удобным. Поэтому самые большие надежды в части агрегации информации о том, какое регулирование надо менять, мы возлагаем на саморегулируемые организации. За СРО — выбор именно тех направлений, в которых заинтересована



значительная часть рынка и которые действительно являются насущными и необходимыми. Чтобы регулятор мог свой ресурс фокусировать, а не распылять на решение точечных вопросов.

Расчеты в валюте. На мой взгляд, это неоднозначная история. Комментируя ее, каждый должен себе ответить на такой вопрос: а готовы ли мы, придя в российские магазины, увидеть, что часть из них выставила ценники либо в условных единицах, либо непосредственно в валюте; и рассчитывать за купленные товары надо будет тоже в валюте. Мне кажется, основным и единственным средством платежа в Российской Федерации является рубль. Иные ва-

люты используются в расчетах между резидентами в ограниченных случаях, которые предусмотрены законодательством. И включение каждого нового основания для расчета в валюте между резидентами, мне кажется, требует очень серьезного обоснования. Пока рынок коллективных инвестиций таких обоснований регулятору не представил.

Про комиссии. Звучал тезис относительно того, что российские управляющие компании в части снижения уровня комиссий движутся семимильными шагами. Наверное, если сравнивать с зарубежным рынком, который этот путь проходил десятилетиями, а иногда даже столетиями, то отечественная динамика

позитивна. Но для того, чтобы российские инструменты были более привлекательными (в частности, я говорю сейчас о паях), надо, чтобы и комиссия наших управляющих компаний была соизмерима с комиссией, которая предлагается по иностранным паям. К сожалению, мы видим, что в этой части российские управляющие компании пока проигрывают. Но надеемся, что это дело временное, и с развитием рынка тренд на сокращение расходов, связанных с управлением, продолжится.

Также не могу не сказать (об этом уже сегодня говорил Михаил Валерьевич) относительно удваивания, иногда и утраивания комиссий. Когда управляющие

компании упаковывают ETF в свои фонды либо в свои стратегии (имею в виду в данном случае индивидуальное доверительное управление), то далеко не каждая компания убирает двойную тарификацию, которая в этом случае имеет место. Мы бы хотели обратить внимание управляющих компаний на этот тонкий момент.

Каскадные схемы. Очень хорошая тема. Я давно на рынке и помню, как принимали законодательство по каскадированию. Как рынок коллективных инвестиций упирался и ногами, и руками; как он рассказывал, что на них это регулирование ни в коей мере распространяться не должно. Я помню все те эмоции, которые сопровождали обсуждения. Теперь мы стали умнее, чем были несколько лет назад, и хотим иметь возможности реализации каскадных схем. Но теперь для этого потребуются, скорее всего, изменения, в том числе, в законодательство, что всегда происходит не очень быстро. Каскадная схема показала, что удобна не только для клиентов, но и для финансового рынка в целом; она позволяет оптимизировать определенные процессы и решения. Конечно, будем работать в этом направлении. Но мы потеряли время, а могли бы сделать это несколько лет назад.

Поэтому возвращаюсь, в том числе к тому, о чем говорил Владимир Викторович. Сейчас управляющие компании активно отказываются от совмещения видов деятельности: имею в виду реакцию на консультативный доклад Банка России «Совмещение видов деятельности на финансовом рынке». В этой связи стоило бы вспомнить историю с каскадами и подумать еще раз. Возможно, если сейчас не разрешить совмещение, то через пять лет это не позволит управляющим компаниям делать новые продукты на стыке разных видов деятельности. И тогда рынок опять вернется к вопросу «давайте разрешим совмещение». Вопрос только в том, не уйдет ли поезд так далеко, что мы уже не сможем его догнать. Призываю еще раз подумать.

Опять же из программы я вижу, что было заявлено обсуждение стандартных стратегий доверительного управления. Хотела бы немножко остановиться и на этом вопросе. Да, регулятор начал обсуждать проблематику стандартных стратегий доверительного управления. Мы видим, что между паевыми инвестиционными фондами и ДУ есть арбитраж по стандартным стратегиям. Нам кажется, что он не вполне оправдан, поскольку и в доверительном управлении, и в паевых инвестиционных фондах все делается очень похоже: клиенты не проходят инвестпрофилирование, им предлагается стандартный пакет. Но дальше все расходитя. И мы видим, что у паевых инвестиционных фондов все урегулировано достаточно жестко: и по составу и структуре, и по комиссиям/штрафам, и по срокам возврата клиентам их средств. А в доверительном управлении это все не регулируется, поэтому возникает определенный арбитраж. Мы готовы продолжить дискуссии и консультации с рынком в этой части.

Когда в 2015 году принимался нормативный акт N 482-П «О единых требованиях к правилам осуществления деятельности по управлению ценными бумагами», — он был, на мой взгляд, одним из первых документов, который основывался на принципах. И у регулятора были большие опасения, что отмена жесткого регулирования, которое реализовалось прежде, приведет к большим проблемам. Но в целом, на мой взгляд, рынок справился. И да, мы считаем, что уже прошло достаточно времени для того, чтобы сейчас подумать об усовершенствовании существующего регулирования. Еще раз повторюсь, мы готовы к продолжению дискуссии с тем, чтобы договориться с рынком о тех улучшениях, которые могут быть сделаны в отношении стандартных стратегий, используемых в первую очередь для неквалифицированных инвесторов.

Еще одна тема, которая меня интересовала и которая пока не прозвучала — не задействованный потенциал НПФ. НПФы

уже получили возможность управлять своими активами самостоятельно. И мы видим, отдельные фонды этим уже пользуются. Для управляющих компаний это означает, как минимум, необходимость очень сильно задуматься, почему фонды это делают. И что управляющие компании могут предложить НПФам для того, чтобы этот рынок не ушел в самостоятельное управление. Мы видим, что негосударственные пенсионные фонды (в отличие от управляющих компаний) очень активно среагировали на опции о возможном совмещении видов деятельности: они открыты к этому, они готовы в этой части двигаться. И в качестве одной из опций, которую они запросили, была возможность самостоятельно участвовать в организованных торгах. Пенсионные фонды нацелены на минимизацию расходов, связанных с управлением их активами. На мой взгляд, одним из вызовов рынка коллективных инвестиций является, в том числе то, какие услуги смогут предложить УК негосударственным пенсионным фондам для того, чтобы последние полностью не ушли в самостоятельное плавание.

Ну, наверное, все, что хотела сказать. Готова ответить на вопросы. **Илья Ванин.** Ольга Юрьевна, спасибо большое. Вы успели даже прокомментировать несколько тем, которые мы еще только планировали обсудить между собой. Но тем проще.

Сейчас мы перейдем к двум, наверное, более острым темам: совмещение деятельности и приобретение паев в рамках стандартных стратегий ДУ. Я дам коллегам возможность высказаться, поскольку отношение к этим вопросам у рынка неоднозначное, но после небольшого комментария по вашему выступлению

Вы правильно сказали, что рынок уже сильно отрегулирован и есть запрос на то, чтобы приспособиться к этому. Но все-таки мы ждем нормативов, которые направлены на развитие. То, о чем вы упомянули: новые требования, которые дадут возможность, в том числе, выплаты дохода и так далее. Я считаю, что

здесь мы достаточно хорошо взаимодействуем с коллегами из Банка России. Мы понимаем те идеи, которые закладываются в новые документы, а сотрудники регулятора слышат рынок. Мы рады, что можем эффективно работать в таком режиме, и надеемся на продолжение.

Что касается планов. Мы как раз провели приоритизацию путем голосования среди всех участников, и хотели бы на следующий год сформировать повестку более точно, чтобы не расходовать ресурсы на те моменты, которые не в полной мере востребованы рынком. Уже вырисовываются предварительные вопросы, связанные с проведением онлайн-голосования на общем собрании. Есть вопросы, связанные с доработкой состава и структуры. Но здесь мы можем уже говорить о точечных изменениях по итогам практики применения конкретных нормативных актов.

Коллеги, так как Ольга Юрьевна подвела нас к более острым темам, то хотел бы просить высказать ваше отношение к вопросу совмещения деятельности. Есть ли в этой опции позитив — или здесь много рисков? С учетом тайминга, коллеги, прошу постараться высказаться буквально в двух словах. Давайте, Катя, снова с тебя начнем.

Екатерина Ганцева. Спасибо. Ну, мы — «за». Не знаю, нужно ли это пояснять. Мне кажется, что чем дальше, тем больше все профессиональные участники (в том числе, управляющие компании) идут к многозадачности. И между некоторыми продуктами, между некоторыми услугами грань стирается до такой степени, что мы сами не всегда понимаем, что это, скажем, ДУ, а не брокеридж.

Расширение возможности — всегда плюс, это всегда возможность привлечь новых клиентов, новые активы. Я поддерживаю эту историю.

Илья Ванин. Спасибо, Катя. Думаю, следом логично будет предоставить слово Николаю. Знаю, что у Николая несколько другое отношение к такому предложению. Правильно будет его тоже услышать.

Николай Швайковский. Да, спасибо. Когда Владимир Викторович в начале мероприятия высказал комментарий по поводу позиции индустрии, мне показалось, что есть какое-то недопонимание между Банком России и индустрией, НАУФОР. Мы говорили не об объединении видов деятельности вообще, а об объединении конкретно деятельности страховой компании с деятельностью управляющей компании.

Более того, эта тема возникла еще до выхода консультативного доклада Банка России по поводу совмещения видов деятельности. Как раз это и вызвало наше отношение. Потому что в докладе есть довольно четкая конструкция — как это должно происходить: сначала присоединение неких комплементарных видов деятельности, потом следующий этап — объединение разных видов деятельности, находящихся под надзором одного регулятора. Тема, мне кажется, немного была вырвана из контекста.

А свое отношение к конкретной теме объединения страховых и управляющих компаний мы высказали. В том числе, через НАУФОР. Деятельность страховых компаний на инвестиционном рынке имеет негативный шлейф. И мы слишком дорожим репутацией коллективных инвестиций, чтобы не обращать внимания на этот шлейф. Тем более что объединение деятельности конкретно страховых компаний и УК подавалось как способ запуска конкретного продукта: юнит-линков, ДСЖ. Мы не против самого продукта, наоборот, мы вполне его поддерживаем. Но он может быть запущен без объединения этих видов деятельности в рамках одного юридического лица. Вот и все.

Я согласен с Екатериной, что было бы интересно заниматься иными видами деятельности, в том числе брокерскими, платежными сервисами. Тем более сейчас мир движется в этом направлении, инвестиционные компании зарабатывают в большей степени кэш-менеджментом, чем эссет-менеджментом.

Илья Ванин. Здесь действительно правильно рассматривать, наверное, каждую ситуацию в отдельности. Коллеги, прошу, кто еще хотел добавить по вопросу совмещения деятельности.

Роман Серов. Несколько наивно сомневаюсь, что совмещение усилит внутреннюю конкуренцию. Имею немаленький опыт деятельности в иностранных банках, и вот там мы проходили ситуации, когда разные управляющие на разных полях могли дублировать функции. Закончилось это хаосом, дублированием функций и большими операционными расходами. Я согласен с Екатериной, конкуренция — это хорошо. Но везде должен быть здравый смысл и логика. На рынке фондов практически нет институциональных инвесторов. Хотя это другая тема, почему институциональные инвесторы не идут в фондовый бизнес: это вопрос фискальных мотиваций, определенных административных функций, тематика ESG тоже играет роль.

В больших финансово-промышленных группах есть отдельные страховые блоки и блоки финансовые. Вылететь из жизни на год-два-три, объединяя эти блоки (и IT, и риск-менеджмент) — очень тяжело. В плане конкурентности — это разные игроки. И с точки зрения достаточности капитала, и с точки зрения регулирования: страховые компании и кредитные организации имеют разный риск-профиль, разный капитал. Консолидация рынка выкинет небольшие управляющие компании.

С точки зрения продукта. ДСЖ, долевое страхование жизни (так называемый юнит-линкед) в некоторых странах «полетело», а в некоторых странах «не полетело». Мы это в июне (на конференции НАУФОР «Коллективное инвестирование») уже обсуждали. Тема не такая простая. Задача привлечения длинных денег в нашей стране стоит и перед негосударственными пенсионными фондами, и перед ДСЖ, но тема это большая. Тема инфраструктурных проектов — тоже.

Сейчас длинные деньги в стране есть. Но можно ли решить вопрос привлече-

ния этих длинных денег путем совмещения функций — это вопрос. Население очень сильно расстроено опытом инвестирования через ИСЖ и в длинные сроки инвестирования не идет. Мы в своих статистических расчетах ошибались, думая, что деньги у населения более длинные, а на самом деле они более короткие. И это очень чувствительный момент — как работать с населением, особенно в массовом сегменте, чтобы нивелировать риски длинных денег.

Совершенно нормально сейчас работают страховые компании совместно с управляющими компаниями внутри одной группы, где задача так называемой рискованной части инвестиционного и долевого страхования жизни совершенно нормально решается, где каждый профессионально занимается своей частью задачи в рамках своей профессиональной деятельности и лицензии. Управляющие компании могут оказывать услуги страховым компаниям, страховые компании продают в конечном итоге свой «коробочный» продукт, в котором упакована и профессиональная экспертиза управляющей компании. Не вижу в этом проблем.

В противном случае, помимо операционных расходов, которые неминуемо возникнут, и вопросов конкуренции, у управляющей компании возникнет желание тоже делать страховые продукты. У меня, предположим, будет возможность сделать инвестиционный продукт, а страхование жизни продавать совершенно отдельно, может быть, даже давать его бесплатно, в подарок, чтобы люди знали, сколько на самом деле стоит страхование жизни.

Мне кажется, тема совмещения лицензий болезненная, и позиция НАУФОР сформирована достаточно острожно. Можно было бы единую цель национальных проектов решать более аккуратно.

Мария Шапиро. Я вот хочу высказаться как раз в поддержку.

Мне кажется, что в консультационном докладе и последующих обсуждениях

достаточно явно артикулировалось, что должна возникнуть гибко настраиваемая структура. В консультационном докладе даже была предложена некая матрица, которая довольно подробно обсуждалась. К ней были, безусловно, нарекания, ну так на то доклад и консультационный, чтобы после публикации он прорабатывался. Николай правильно сказал: мы все живем в эпоху снижения маржинальности бизнеса. И без работы над снижением операционных издержек этот бизнес очень быстро закончится.

Мы проходим этап снижения комиссионных вознаграждений гораздо быстрее, чем другие рынки. Но, тем не менее, вынуждены его проходить, — в том числе потому, что есть смежные продукты, которые показывают крайне низкую комиссионную нагрузку. Мы вынуждены с ними конкурировать и так или иначе снижать комиссионный доход, тут никуда не деться. Это реальная экономика. Соответственно, за счет чего-то бизнес должен оставаться маржинальным. Вероятно, за счет снижения операционных издержек, что естественно является результатом отсутствия дублирующей инфраструктуры. Поэтому в целом возможность совмещения в одном юристе многих видов деятельности — это безусловный плюс. Речь ведь не о том, чтобы запретить банковские или финансовые группы, что нельзя оставаться на монопродуктовых моделях. Речь идет о том, чтобы расширить возможности.

С точки зрения возможности совмещать те или иные виды деятельности — мне кажется, что это можно легко настраивать через требования к деятельности. Если предусмотреть, что какие-то виды должны совмещаться сложнее, а какие-то — легче. Договориться и выстроить эту матрицу. Это может быть очень полезно для рынка с точки зрения повышения эффективности не за счет удорожания для клиентов, а за счет собственной эффективности внутри себя.

Илья Ванин. Спасибо. Да, мы видим, что мнения разные. Ольга Юрьевна, вы уже комментировали, но если по итогам об-

суждения можете еще что-то добавить, то я с удовольствием дам слово.

Ольга Шишляникова. Если коротко, то я приветствую плюрализм мнений. И с Марией абсолютно солидарна. Конечно же, Банк России не говорил о том, что монопродуктовые компании должны прекратить свое существование. Это выбор для каждой компании. Хочет — совмещает всю деятельность в рамках одного юриста. Если ей кажется, что более эффективна организация бизнеса в рамках отдельных юристов — это тоже не запрещается, не ограничивается. Я рассматриваю совмещение как возможность, которой можно воспользоваться, а можно просто оставить ее в стороне.

Илья Ванин. Спасибо. Думаю, что мы успеем сегодня рассмотреть еще один вопрос, тоже достаточно острый. Он касается возможности приобретения УК своих паев в рамках стандартных стратегий доверительного управления.

Наша позиция заключается в том, что некие перегибы присутствуют, но в целом есть смысл сохранить такую возможность для участников рынка. Объективно, это и канал привлечения управляющими компаниями ресурсов, например, в биржевые фонды. Потому что иначе клиент не сможет получить всю линейку продуктов управляющей компании и вынужден будет обратиться к другому контрагенту для приобретения БПИФов на организованных торгах. И, собственно, рост отрасли БПИФов, в том числе, связан с усилиями управляющих компаний по приобретению паев через собственный канал.

Я бы попросил коллег прокомментировать, насколько используется или планируется к использованию такая возможность. И как в таких ситуациях инвестор защищен от недобросовестных практик, связанных с излишней комиссией.

Коллеги, давайте выскажемся по этому острому вопросу. Насколько обоснованно наличие стандартных стратегий доверительного управления для целей приобретения либо одного фонда,

либо корзины фондов. Катя, давай с тебя опять начнем, а дальше по ситуации.

Екатерина Ганцева. Стандартные стратегии управления — это инструмент, который многими используется. Уже был проведен ряд обсуждений на эту тему, в том числе с Банком России. Инструмент хороший.

В чем преимущество стандартных стратегий доверительного управления? Как бы банально это ни звучало, но дьявол кроется в деталях. Деталью входа на рынок фондов является простая вещь — тот порядок оформления документов, которого необходимо придерживаться для того, чтобы купить паи ПИФа. Это труд, который современному человеку, привыкшему все делать через три нажатия кнопки, не всегда доступен. Особенно, если паи фондов продаются через сетку, что приводит к большому количеству отказов. Например, приходит отказ открыть лицевой счет из-за того, что, например, почтовый адрес клиента в заявке написан большими буквами, а в паспорте — маленькими. В какой-то момент многим управляющим компаниям стало легче принимать клиента на обслуживание через доверительное управление. Плохо это либо хорошо, можно рассуждать долго. Тут, мне кажется, единственный существенный вопрос — задвоение комиссии. А каким образом управляющий работает с клиентами: напрямую ли через продажу ПИФов, либо через доверительное управление...это всего лишь вопрос удобства при взаимодействии. Вот вопрос комиссии — ключевая вещь. Как-то вот так вот, наверное.

Мария Шапиро. Действительно, ключевая проблема — это проблема комиссии. Если только мы не будем задавать чисто философский вопрос: живоспособны ли вообще стратегии, состоящие из инвестиций в один собственный фонд, и что в этих стратегиях от доверительного управления? Если создается заведомо стандартная стратегия, которая предполагает инвестицию только в один фонд, причем собственный.

Екатерина Ганцева. Но, с другой стороны, если клиента сразу предупреди-

ли о том, что это именно так, то что страшного?

Мария Шапиро. Поэтому я и сказала, что это философский вопрос. Но вот в моем представлении — это про экономистику. В этом смысле более честная история — это когда комиссии начинают перераспределяться, а не когда одна комиссия изживает другую. Потому что, по существу, обе комиссии берутся за определенное действие. Если мы берем комиссию за доверительное управление, то берем ее собственно за управление, если мы берем комиссию с пайщика, то берем ее за формирование фонда. Обе эти комиссии имеют определенную экономическую природу. Если один из видов деятельности становится, скажем, менее активным, то справедливо, чтобы он стоил меньше.

Если стратегия состоит из инвестирования в один фонд, то в ней нет доверительного управления, и тогда, возможно, комиссии за ДУ не следует брать. А в случаях, когда есть корзина продуктов, либо когда собственные фонды смешиваются с другими активами — тут не очень справедливо, если между комиссиями возникнет механизм каннибализма.

И еще один момент. Вопрос не столько самого факта комиссии, а честных отношений с инвестором, с пайщиком, с учредителем управления. Если клиенту честно раскрыто, что есть комиссия вот в таком размере, и клиент на это согласен и понимает, какая комиссия за что берется, то, возможно, тот факт, что этих комиссий две, не так важен. Поэтому говорить о задвоенности, мне кажется, не вполне справедливо. Но то, что отношения должны быть прозрачными — это факт. Тогда само обсуждение того, что где задвоилось, становится бессмысленным.

Илья Ванин. Коллеги, с учетом времени, прошу говорить буквально в двух словах, если кто-то считает необходимым добавить.

Николай Швайковский. Если можно, добавлю. Соглашусь с коллегами, обя-

зательно надо анализировать комиссии с точки зрения их даже не размера, а сущности.

В презентации Банка России были подняты довольно острые вопросы. Но означает ли это, что участникам рынка надо прекратить стандартные стратегии? На мой взгляд, такие стратегии стоит оставить, потому что они позволяют существенно снизить порог входа в доверительное управление. Мы сетовали на то, что на российском фондовом рынке имеет место перекося в сторону брокерских счетов. Но без стандартных стратегий этот перекося был бы кратно больше.

В рамках стандартных стратегий реализуются определенные инвестиционные идеи, которые невозможно реализовать никак иначе, — в том числе мультивалютные истории. Управляющие сейчас не могут прямо приобретать паи за валюту. Ну, а какие-то крайности, на которые справедливо обратил внимание Банк России, — да, над ними надо работать. Вместе с НАУФОР мы уже начали этим заниматься.

Илья Ванин. Да, мы готовим позицию, просто я считал, что необходимо ее обсудить на сегодняшнем мероприятии.

Таня, если можно, в двух словах рассказать про ожидания и перспективы развития отрасли специализированных депозитариев. Есть ли перспектива продуктового сотрудничества с компаниями.

Татьяна Есаулкова. Спасибо большое. Мне бы хотелось на этой панели сказать еще несколько слов про ЗПИФы. Это тоже очень важная часть бизнеса управляющих компаний, которая растет даже в пандемию. Здесь нам как специализированному депозитарию (я сейчас говорю от лица команды СДК «Гарант») очень важно не просто оказывать стандартные услуги по учету и контролю, но давать дополнительную ценность для наших клиентов.

Мы уделяем огромное внимание именно процессу создания самих ЗПИФ, выбору проектов для структуризации в ЗПИФ.



Это огромная работа, потому что интересы клиентов имеют огромный спектр: от фондов кино, недвижимости — до золота, движимого имущества. Огромное количество разных проектов, разных активов. И, конечно, для спецдепозитария очень важно иметь квалифицированных специалистов не только в области инвестиционных фондов, но юристов, которые могут правильно упаковать различные проекты в структуру закрытых паевых инвестиционных фондов.

Вот уже почти год спецдепозитарии согласовывают правила доверительного управления для фондов, предназначенных для квалифицированных инвесторов. И я думаю, что вся отрасль

почувствовала, какую дополнительную стоимость дают спецдепозитарии. Для нас это тоже новое направление бизнеса, новый источник дохода. Мы стараемся дать управляющим компаниям возможность создавать фонды, а также вносить изменения в правила действующих фондов в гораздо более сжатые сроки, нежели раньше. Стандартный срок — 25 рабочих дней, но очень часто мы клиентам согласовываем правила в течение пяти рабочих дней, бывают даже еще более сжатые сроки. Всегда стараемся идти навстречу клиенту, если для него важно запустить фонд максимально быстро.

Может быть, Центральный банк увидит позитивную динамику. И в перспек-

тиве позволит спецдепам согласовывать правила для закрытых фондов, но уже для неквалифицированных инвесторов. Мы к этому готовы и стараемся, чтобы в перспективе смогли бы эту услугу оказывать.

Очень большой вопрос — правила расчета СЧА. Этот вопрос особенно важен для управляющих компаний, работающих с несколькими спецдепозитариями. Тем более, если у управляющей компании большое количество фондов, например, больше 15. И в ситуации, когда вносятся изменения в правила расчета СЧА, нужно вносить их в правила всех 15 фондов. Кажется разумной идея, чтобы у управляющей компании

были типовые правила расчета СЧА для каждой категории фонда: для открытых фондов, для интервальных, для закрытых фондов (отдельно для квалинвесторов и для неквалинвесторов). Это всем бы, во-первых, упростило работу. При внесении изменений их вносили бы только в один документ.

Если управляющая компания, работающая с разными спецдепами, вносит изменения в правила одного фонда, то отследить их должны все сотрудничающие с ней спецдепозитарии (в том числе, те, кто не имеет отношения к фонду). И если есть расхождения в методиках, то «посторонний» спецдеп должен зафиксировать нарушение и отправить соответствующее уведомление в ЦБ. Это очень обременительно, это очень сложно, это, по сути, невозможно.

Например, у СДК «Гарант» на обслуживании находится один фонд конкретной УК, в другом спецдепе у нее же — 20 фондов. Мы как спецдеп должны проверять все изменения в правила других фондов и сравнивать их с нашими правилами. Это огромная потеря времени.

Также хотелось сказать о том, что сейчас, в соответствии с действующим законодательством, управляющая компания должна рассчитать стоимость чистых активов не позднее следующего рабочего дня. Это классное требование, оно очень важно для открытых, для интервальных фондов, для фондов, в которых есть структурные ограничения, которые нужно контролировать ежедневно. Если же говорить про закрытые фонды для квалинвесторов, про комбинированные фонды, в которых практически нет никаких структурных ограничений, — то было бы разумно немножко сдвинуть сроки. Управляющая компания отправляет отчетность в ЦБ не позднее 10-го рабочего дня. Может быть, есть смысл дать спецдепозитарию какой-то лаг по времени. Фонды недвижимости, в которых огромное количество арендаторов, получают первичные документы в последний рабочий день месяца, в

первый рабочий день месяца. И вот этот первый день месяца в плане сверки становится — и для спецдепозитария, и для управляющей компании — Судным днем. Мы работаем до полуночи. Но я не вижу глубокого смысла в том, что это нужно сделать именно в первый рабочий день. Мне кажется, ничего не случится страшного, если мы сделаем это на следующий день либо через день, но спокойно все выверив и не допустив ошибки.

Также хотела сказать, что мы ждем изменения в законодательство по вопросу того, что спецдеп не должен хранить движимое имущество, которое будет входить в состав активов закрытых паевых инвестиционных фондов. Это тоже очень важный момент, сейчас спецдепозитарии не берут на себя ответственность за сохранность движимого имущества, особенно, когда речь идет о многомиллиардных активах.

И еще. Сегодня много говорили, что маржинальность бизнеса снижается и нужно думать о сокращении издержек. Мне кажется, здесь очень хороший тренд — передача функций учета и отчетности управляющей компании ПИИФ в спецдепозитарий. Мы об этом начали говорить лет пять-шесть назад, когда на рынке было очень тихо и спокойно. Сейчас количество клиентов, которые готовы передавать свои фонды на аутсорсинг, увеличивается. Например, в СДК «Гарант» уже создано отдельное подразделение, которое занимается аутсорсингом. В настоящее время мы ведем учет порядка 10 закрытых паевых инвестиционных фондов. Есть такой тренд: управляющие компании делают шаги в направлении передачи функций учета в спецдепозитарий. За этим я вижу будущее, мы в этом направлении тоже движемся и выстраиваем наш бизнес в этом ключе. В принципе, это все, что я хотела сказать. Спасибо.

Илья Ванин. Татьяна, спасибо большое. Ольга, не могу не предложить вам коротко прокомментировать. Если со-

чете нужным, был бы рад небольшому комментарию.

Ольга Шишлянникова. Да, спасибо. Специализированные депозитарии — не совсем моя компетенция. Но я знаю, что значительная часть предложений Татьяны поддерживается профильным департаментом. Были планы реализовать это, в том числе, в рамках законопроекта о транзитных счетах. Но поскольку с транзитными счетами не получилось быстрой победы, то коллеги сейчас думают о том, как технически реализовать те предложения, которые с рынком уже согласованы.

Про СЧА я правильно услышала, Татьяна, что в части смещения срока вы говорите только про ЗПИФы?

Татьяна Есаулкова. Да, именно про комбинированные ЗПИФы.

Ольга Шишлянникова. Да, я поняла — там, где не ценные бумаги и не деньги, и где правоустанавливающие документы формируются не на ежедневной основе. Подумаем, посмотрим. В принципе, проблему поняла.

О едином порядке расчета СЧА — скажу отдельно. Мне пока непонятно, действительно ли этот вопрос находится в зоне ответственности регулятора. Или, может быть, каждая управляющая компания сама может сделать под каждый тип своих фондов отдельную методику, и в правилах будет ссылка на эту методику. Надо посмотреть, нет ли законодательных ограничений. Если их нет, то, мне кажется, это может быть реализовано даже без Банка России. Если ограничения есть, тогда подумаем. **Илья Ванин.** Спасибо большое. Коллеги, на этом наша панель закрыта. Ольгу Юрьевну отпускаем. Ольга Юрьевна, спасибо большое за участие. Коллеги, давайте поаплодируем.

Присутствующих в зале прошу на пять минут остаться: Московская биржа хотела бы наградить победителей. □

Без карфагенов

В рамках ежегодной Уральской конференции НАУФОР состоялся круглый стол с участием брокеров, управляющих компаний и спецдепозитариев

Фотографии Андрей Порубов

Участники: Илья Ванин (вице-президент НАУФОР); Эмиль Вассенин (президент EVIV Group Inc); Роман Горюнов (президент НП «РТС»); Сергей Золотарев (директор АО «Октан-Брокер»); Владимир Зотов (руководитель дирекции финансовых институтов и инвестиционных услуг ПАО КБ «УБРИР»); Ираклий Кирия (генеральный директор АО «Джи Экс Ту Инвест»); Владимир Крекотень (генеральный директор АО УК «Ингосстрах - Инвестиции»); Владимир Курляндчик (директор по развитию компании «АРКА Текнолоджиз»); Виктор Лебедев (генеральный директор компании «Среднеуральский брокерский центр»); Сергей Лялин (генеральный директор ИА «CBONDS»); Валерий Лях (директор Департамента противодействия недобросовестным практикам Банка России); Игорь Марич (управляющий директор по продажам и развитию бизнеса, член правления ПАО «Московская Биржа»); Александр Мецгер (генеральный директор ЗАО «Управляющая компания»); Виктор

Немихин (инвестиционный советник); Мария Шапиро (операционный директор ООО «МКБ Инвестиции»); Ольга Шишлянникова (директор Департамента инвестиционных финансовых посредников Банка России).

Модератор — Алексей Тимофеев (президент НАУФОР).

Алексей Тимофеев. Давайте начнем. Володя, тебе первое слово.

Владимир Курляндчик. Спасибо, Алексей. Индустрия сильна традициями. Этот «круглый стол» — одна из них. Тема, которую я поднимаю, тоже традиционная. И, к сожалению, каждый год появляются новые примеры того, почему мне приходится это делать.

Тема звучит так: в плотном диалоге индустрии с регулятором рождаются новые регуляции. И, наверное, если смотреть на длинном интервале времени, они делают индустрию лучше. Но что не меняется, так это время, которое отводится на



имплементирование этих регуляций. Пример этого года на устах у всех, сегодня он в процессе конференции упоминался много раз — это внедрение тестирования неквалифицированных инвесторов, которое вступило в силу 1 октября.

Я так скажу. Если бы «Интерфакс» не решил заработать (в хорошем смысле) на этой ситуации и не взял на себя миссию разметки того, какой инструмент каким является; если бы Московская биржа не взяла на себя функцию (довольно неестественную для биржи) отдавать эту разметку профучастникам в торговых каналах, чтобы не строить дополнительных интеграционных механизмов; и если бы не роль нашей компа-

нии, которая исправила непереговорную позицию «СПБ Биржи» (отказавшейся вливаться в мейнстрим в этой части), — то совершенно точно 1 октября никто бы не запустился. Гарантированно.

И даже при таком чудесном стечении обстоятельств запуск изменений происходил, мягко говоря, не гладко. Те самые розничные инвесторы, о безопасности которых эта регуляция вроде как заботится, получили при внедрении тестирования определенное количество неприятных событий технического характера. Также это внедрение зацепило довольно многих брокеров, зацепило даже одну из бирж. И все это произошло только потому, что на внедрение

было отведено время, по факту нереальное для того, чтобы успеть его сделать корректно.

Такие истории происходят с завидной периодичностью.

Я повторяю свой призыв к Банку России и к НАУФОР (поскольку в таких переговорах ассоциация консолидирует позицию профучастников). Перед вступлением в силу документов, которые задают сроки для новых регуляций, было бы разумно всегда проводить технологический анализ: сколько времени может занять то или иное внедрение. Потому что сроки очень часто не бьются с тем, что индустрия реально может себе позволить. Это тот Карфаген,

который я пытаюсь разрушить из года в год в рамках этого «круглого стола». И считаю это очень важной историей в контексте обсуждаемой сегодня темы о том, что на фондовый рынок пришли миллионы слабо подготовленных пользователей. Каждая такая история бьет по ним в технологическом смысле, ухудшает их восприятие мира, в который мы как участники рынка их позвали.

Ну, а второй «карфагенчик», я бы его так назвал, связан с регулированием вопросов информационной безопасности.

Вышла новая версия положения по этой части, новые правила что-то упростили, но что-то существенно усложнили. И по-прежнему много вопросов. Сейчас практически весь софт, который профучастники используют для того, чтобы обеспечить каналы взаимодействия со своими клиентами, находится с точки зрения новых регуляций, как минимум в серой зоне. Я уверен, что процедуры, которые с этим софтом нужно было проделать, большинство не сделало. Стоимость этих процедур измеряется миллионами рублей. Новая версия положения только усугубила ситуацию в этой части.

Есть отдельный момент с вендорским ПО. НАУФОР проводила весной, по моему, опрос всех вендоров (как российских, так и зарубежных), с которыми профсообщество работает, — относительно разных видов торгового доступа, личных кабинетов, мобильных приложений, прочих сервисов софтверного характера. Опрос был на тему, как все эти вендоры думают реагировать на упомянутое положение Банка России. Предложение ответить на вопросы было отправлено в 25 или около того софтверных организаций. Ответили — две из них. Остальные вендоры либо не поняли, о чем их спрашивают, либо просто решили проигнорировать эту всю историю.

Это ставит профучастников в очень сложную, на мой взгляд, ситуацию и требует детального взаимодействия

с Банком России. Потому что новые регуляции существуют, по ним уже проходят проверки. Пока, насколько я знаю, жестко никого не покарала, но серых зон навалом.

Поэтому второй мой призыв таковой — участникам рынка следовало бы прояснить с Банком России все, что только нужно прояснить в этом вопросе. Спасибо.

Алексей Тимофеев. С тестированием, действительно, вышло несколько странно, потому что наиболее комфортным был срок 1 апреля 2022 года. И, в общем-то, я до сих пор не вижу больших причин для того, что этот срок следовало изменить.

Профсообщество согласилось на перенос срока тестирования с учетом возможности возобновить предложение инвесторам круга структурных продуктов (пусть не широкого) — собственно говоря, структурные продукты и были поводом для того, чтобы такой перенос осуществить. А сейчас мы обсуждаем, будут ли вообще доступны структурные продукты после 1 апреля 2022 года. Разъяснение [Банка России] — не лучший пример. [Имеется в виду Информационное письмо Банка России от 15 декабря 2020 года № ИН-01-59/174 «О недопустимости предложения сложных инвестиционных продуктов неквалифицированным инвесторам» — Прим. ред.]. Закон, в общем, не требовал разъяснения. Разъяснение — неожиданное для профсообщества и очень ограниченное по сравнению с текстом самого закона. Это не только моя оценка, но я с такой оценкой полностью согласен.

Между прочим, НАУФОР в течение последних нескольких лет как будто бы вышла с Центральным банком на формат взаимодействия, в котором устанавливаются хорошие, комфортные сроки для приведения практики в соответствие с очередными требованиями регулятора. Но история со структурными продуктами стала примером смещения этой традиции, складывавшейся во взаимодействии с Центральным банком.

Сергей Золотарев. Добрый день всем. Я хотел бы еще раз заострить внимание на вопросе про бест экзекьюшн. Вопрос серьезный, потому что позиция Банка России у меня вызывает вопрос.

Дело в том, что чисто технологически никто и никогда не знает, где сейчас имеется лучшая цена. И если уж мы настолько хотим быть технологичными, чтобы все брокеры в обязательном порядке обладали технологией бест экзекьюшн, то придется аккредитовывать ПО, которое занимается бест экзекьюшн. Готова ли на это индустрия? — честно говоря, не уверен. И мне почему-то кажется, что этим самым мы просто забираем у брокера одно из последних прав, которыми он обладал.

Если я правильно понимаю текущую позицию Банка России, то даже тот факт, что брокер не является прямым участников торгов на одной из площадок, не освобождает его от обязательства делать бест экзекьюшн при использовании одних [российских биржевых] площадок.

Второй вопрос — независимые инвестсоветники. На одной из предыдущих панелей брокеры рассказывали про то, что многие из них хотят делать платформы для независимых инвестсоветников. А кто-то такие уже сделал. Однако то, что в России сейчас существует в виде платформы Comon у «ФИНАМа», в виде платформы Fintarget у БКС (возможно, у кого-то из брокеров есть еще какие-то подобные сервисы) — не является платформой для независимых инвестсоветников.

Не нужно вводить в заблуждение людей, которые сейчас стремятся стать независимыми инвестиционными советниками. Есть прямой конфликт: инвестсоветник обязан инвестпрофилировать своего клиента. Насколько я знаю, ни один автор стратегий клиента не инвестпрофилирует, независимым советником в случае перечисленных мною инвестплатформ являются сами компании-профучастники. Таким образом, если независимый советник приходит на такую платформу, то не нарушает ли он законодательство с точки зрения Банка России? При этом существует регуля-



торный арбитраж между так называемыми авторами стратегий и инвестсоветниками, входящими в реестр Банка России.

Ну и последнее — про аккредитацию программного обеспечения. Действительно НАУФОР проделала огромную работу по аккредитации ПО; она сводится главным образом к тому, чтобы показать индустрии, что такое хорошо и что такое плохо. Несмотря на это, сам по себе тренд аккредитации ПО и следующие за ним проверки аккредитации ПО по новым указаниям Банка России — тупиковый путь. Спектр программного обеспечения настолько широк, что охватить его нормативными актами крайне тяжело. Более того, это

останавливает прогресс, потому что нормативными актами описать все возможные спектры реализации программного обеспечения (на стороне хоть инвестсоветника, хоть любого другого профессионального участника рынка ценных бумаг), на мой взгляд, невозможно.

Вот все, что я хотел сказать. Спасибо. **Алексей Тимофеев.** Мне кажется, что речь все-таки не шла о том, что бест экзекьюшн является обязательным для всех площадок (в том числе, тех, на которых брокер не присутствует). И в любом случае, Ольга, нужен будет твой комментарий: правильно или неправильно тебя поняли. Мне кажется, брокер может ограничить круг площадок, относитель-

но которых он берет на себя ответственность обеспечивать бест экзекьюшн.

Сергей Золотарев. Я добавлю. Если у брокера технологически есть доступ к этой площадке, допустим, по субброкерской схеме.

Алексей Тимофеев. Ольга, можешь пояснить?

Ольга Шишлянникова. Коллеги, конечно, здорово, что мы сейчас это обсуждаем. Но, если честно, мне казалось, что мы это уже обсуждали несколько лет назад, когда вставляли соответствующее положение в базовый стандарт и дебатировали его. Наличие субброкерских схем, с моей точки зрения, говорит о том, что если клиент не выбрал конкретную площадку, то эта схема тоже должна учитываться в



контексте того, чтобы понять, а даст ли она наилучшее исполнение. Если исполнение через субброкерскую схему (все комиссии, все платежи, которые связаны с исполнением через этого субброкера, а также скорость исполнения) является наилучшим, то, с моей точки зрения, это говорит о том, что брокер должен реализовать для клиента эту возможность.

Когда же регулятор видит, что брокер является прямым участником торгов на обеих площадках, но при этом в поручении четко зафиксировано, что выбрать площадку, на которой будут проходить операции, должен сам клиент, — то с нашей точки зрения, такая история говорит о том, что брокер полностью

устраняется от решения проблемы наилучшего исполнения. И перекладывает ее все на тех же неквалифицированных инвесторов, которые явно обладают дисбалансом информации. У инвестора нет возможности определить, где лучше цена и ликвидность, где будет лучше стоимость услуг.

В моем понимании такой подход — не очень добросовестный, он и вызвал мою ремарку. Вы всегда приводите в пример регулятору зарубежные рынки. Но уж на зарубежных-то рынках обязанность брокера исполнить поручение клиента на наилучших условиях — это вообще столп, на котором стоит брокерская деятельность. Поэтому, если честно,

мне кажется немного странной дискуссия, которую мы сейчас ведем.

Виктор Немихин. Я бы хотел полностью поддержать коллегу и относительно инвестсоветников, и относительно платформ. Хотел бы озвучить две проблемы, которые меня как именно независимого будущего инвестсоветника на сегодняшний день волнуют.

Проблема первая. Мне очень понравившись тезисы выступления Владимира Чистюхина о том, что регулятор заинтересован в долгосрочном инвестировании людей на рынке. Но при этом, Алексей, вы сказали, что если клиент сотрудничает с одним брокером девять лет, то это много. Позвольте усомниться. Клиенты, которые

в Америке открывают счет 401-К, живут со своими брокерами не девять лет, а гораздо дольше. И в этом смысле, говоря о долгосрочном инвестировании, я бы хотел затронуть вопрос о наличии вообще продуктов для долгосрочного инвестирования.

Если инвестор купит ETF на индекс Standard & Poor's 500 у компании Vanguard, то на 10-летнем горизонте отдаст в виде годовой комиссии за управление 0,5% прибыли. Если мы рассмотрим биржевые ПИФы на тот же самый индекс S&P 500 от российских провайдеров, то в зависимости от провайдера, инвестор отдаст (в виде издержек за управление) уже от 13% до 18% прибыли. Риторический вопрос: я как независимый инвестиционный советник какой из этих продуктов должен клиенту рекомендовать? Полностью поддерживаю Романа Горюнова, который говорил, что не стоит делить финансовые инструменты на свои и чужие. Мне кажется, во главе угла здесь должно стоять, насколько эти инструменты полезны для клиента в первую очередь. Это первое.

Вторая проблема, которую тоже сегодня уже обсуждали достаточно много — это собственно уровень финансовой грамотности и обучения. Если посмотреть большинство существующих программ обучения (будь то программа в интернете от неизвестно кого, будь то программа от уважаемых брокеров), то в большинстве своем это ведь обучение торговать, а не инвестировать. Думаю, что если взять среднего американца, то он знает о техническом анализе гораздо меньше, чем средний россиянин, присутствующий на бирже.

У меня был диалог с коллегой из Америки, меня он немножко поразил, я его сейчас перескажу. Давайте предположим, будто я не знаю, что дважды два будет четыре, и хочу, чтобы меня научили, сколько будет дважды два. Лезу в интернет и получаю там много предложений. Один участник обещает научить меня понимать, что дважды два — это три; другой, что это пять; третий — что это белый кролик. Если я не знаю верный ответ, то как могу выбрать, кто из них ме-

ня научит правильно? А если я знаю, что дважды два — четыре, то мне не нужно этому учиться. Где критерий, благодаря которому человек, не знакомый с какими-то сведениями, может определить, каким из них надо учиться, а каким не надо?

И вот коллега из Соединенных Штатов Америки мне в ответ удивленно сказал: «А в чем проблема? Ты идешь на сайт SEC, смотришь программу, которая там лежит, и сравниваешь. Если совпадает, то, значит, тебя учат правильно, если не совпадает, то — на свой страх и риск». Наверное, нет смысла бороться и запрещать. Но, мне кажется, регулятор должен взять на себя функцию вот этого высшего арбитра в плане правильных знаний о финансовом рынке. На этом спасибо.

Алексей Тимофеев. Спасибо большое. Я хочу, чтобы не потерялась мысль Сергея Золотарева. Который говорил о том, что такие платформы, как Comon — отнюдь не платформа для инвестиционных советников. Хотя теоретически она может таковой стать, кстати говоря. Почему она не является в настоящее время платформой для советников? Наверное, Саша Бирман об этом может сказать больше.

Кстати, хороший вопрос к нашим коллегам из Центрального банка — будет ли позволено брокерам, например, выполнять функцию инвестиционного профилирования в интересах инвестиционных советников, которые будут к этой платформе подключаться? Я знаю, что, например, «ФИНАМ» берет на себя этот труд и в этом смысле достиг, может быть, очень больших успехов. И многому может научить остальных.

Наверное, ты, Игорь, хотел отреагировать на слова...

Игорь Марич. ... на слова про то, как определить правильную образовательную программу. Брокерское сообщество и Московская биржа проводили довольно большую работу под крышей Ассоциации по развитию финграмотности. Она привела к тому, что сейчас появилась аккредитация таких образовательных программ. Не на сайте Банка России. Хотя

в отношении базового курса, который разработала Московская биржа, Банк России подтвердил, что там все соответствует. Но, в принципе, сама по себе система аккредитации как раз, на мой взгляд, и призвана дать ответ на этот вопрос.

Алексей Тимофеев. Я хотел бы подключить Валерия Ляха к обсуждению вот какого вопроса. Мы на базе АЦ «Форум» обсуждали новую версию определения понятия индивидуальной инвестиционной рекомендации. Что касается меня, то мне новая версия этого определения нравится. Но затевали мы попытку переформулирования, в том числе, для того, чтобы решить вопрос, условно говоря, с серыми советниками (и их телеграм-каналами). Мы пришли к выводу, что если хотим решить проблему телеграм-каналов, то нужно искать какой-то другой прием. Не определение понятия ИИР или инвестиционного консультирования.

Я предложил бы всем высказаться, считают ли они злом те телеграм-каналы, которых в настоящее время огромное количество. И которые, по существу, являются инвестиционным консультированием, но не отвечают признакам (как бы мы их не сформулировали) инвестиционного консультирования.

Я вижу два варианта ответа, предлагаю их на наш выбор. Следует ли с этим явлением бороться — например, запретив вообще высказываться по поводу финансовых инструментов тем, кто не имеет надлежащего статуса. Либо следует заниматься финансовой грамотностью, обучая людей различать добросовестных советников от недобросовестных. Что является реалистичным?

Игорь Марич. Леша, на мой взгляд, ты очень жестко поляризовал два варианта: либо все запретить, либо пусть цветут все цветы.

На мой взгляд, запретить выражать людям свое мнение — довольно странно. С другой стороны, не обязательно, чтобы все было абсолютно одинаково для всех. Может быть, лучше, чтобы действительно была сертификация (допустим, от

ассоциации аналитиков), какая-то институционализация и подтверждение того, что есть вполне себе профессиональное сообщество, советы которого стоят чего-то большего, чем советы в телеграм-каналах. И что к информации, которую дает это сообщество, стоит прислушиваться в большей степени, чем к какой-то иной.

Сергей Лялин. Насчет запретить: мне кажется, тут надо понимать, что это, наверное, вряд ли осуществимо. Приложение Telegram уже пытались запретить, что из этого вышло, мы прекрасно помним. В данном случае авторы телеграм-каналов никаким образом не находятся в регуляторном поле Банка России; зачастую они вообще фактически анонимны. Так что термин «запретить» тут не подходит точно.

Но я полностью согласен с мнением, которое сейчас высказал Игорь Марич. Каналов много, информации очень много, вопрос отделения мух от котлет стоит довольно остро. И если под эгидой, может быть, НАУФОР (или еще кого-то) будет создана аккредитация каналов, то можно будет говорить, что вот этот конкретный канал имеет знак качества, в нем, по крайней мере, не будет полной лажи; а вот тот канал никто не проверял и никто гарантии его качества не дает.

Я думаю, что для добросовестных авторов телеграм-каналов это было бы, скорее, благом. Сbonds тоже ведет свой достаточно большой телеграм-канал, и мы такую инициативу с удовольствием бы поддержали.

Сергей Золотарев. Мне кажется, в любом разделении на хороших и плохих есть один большой подводный камень — как минимум один. Наша компания, впервые в своей 24-летней истории, шесть дней назад подала заявление в полицию. Повод был очень простой. Какой-то мошенник сделал копию нашей лицензии — с нашим ИНН, с нашим ОГРН — и собирал деньги на инвестиции. То есть как только мы разделим хороших и плохих, то хороших начнут копировать. Это бессмысленное занятие.

Виктор Лебедев. Тут в как в фильме «Чапаев». Белые пришли — грабят, крас-

ные пришли — опять грабят, куда бедному крестьянину деться? Информации сейчас с избытком; у человека возникает вопрос — кому верить? Почему одни источники вызывают больше доверия, а другие меньше? Мы занимаемся финансовой грамотностью, регулятор занимается финансовой грамотностью. Вопрос, почему нас не слушают?

В Китае зайти в любой магазин, тебе сразу скажут: «У нас государственное предприятие!». То есть, государство и его мнение по любым вопросам — истина в последней инстанции. А мы таким можем похвастаться? Можем ли мы также сказать, что все должно быть так, как говорит регулятор? Что этому и только этому надо верить? Тут начинаются речи «да не верю я этому, да это все ерунда»... А если это все ерунда, значит, появляется запрос на альтернативную информацию. Неважно, правдивая она или неправдивая. Раз альтернативная, значит явно лучше, чем официальная.

Поэтому бессмысленно что-то запрещать, ставить какие-то знаки качества, верифицировать (честно говоря, и лицензировать тоже) — ровно до тех пор, пока у инвестора нет общего доверия к системе. **Владимир Зотов.** Мне бы хотелось Сергею Владимировичу слегка соппониловать. Переходя на язык аллегории, мы все прекрасно знаем, почему 1 сентября из интернета исчезает глубокая аналитика. Но даже если о своем здоровье мы регулярно читаем такую вот глубокую аналитику в интернете, то при появлении зубной боли идем в стоматологическую клинику к сертифицированному доктору, лучше всего — к тому доктору, которого знаем давным-давно.

Может быть, стоит все-таки понять, что процесс образования инвестора — процесс эволюционный. Должно пройти некоторое время, чтобы сам инвестор стал понимать, к кому идти стоит, а к кому — нет. А не начинать с ограничений информации, навешивания ярлыков.

Мария Шапиро. А я вот не согласна! Если идти таким путем, мы никакого доверия

не создадим никогда в жизни. Если инвестору все время говорят «делай, как я, и выиграешь», он так делает и все время проигрывает, — то какое вы доверие хотите создать? Вы уверены, что за время, пока этот инвестор будет набивать себе шишки, он не потратит активы, которые мог бы принести в индустрию?

Сегодня очень много говорилось о том, что клиенты приходят, приходят и еще будут приходить, что это нескончаемый поток. Но придут только те, у кого есть деньги, — причем те деньги, которые можно инвестировать.

С другой стороны, я против запретов, потому что запретами ничего не решается. Если запрещать, то это все утекает через VPN или переходит в другую плоскость, мы это видели в Телеграме. Но абсолютно точно все эти источники находятся вне правового поля ровно потому, что законодательство позволяет эту неопределенность. Если законом или базовым стандартом четко отделить красных от белых, то не будет нужно никого запрещать.

Когда речь заходит о регулировании, то это не о запретах, а о соблюдении определенных правил. Так вот, если мы отделим красных от белых и скажем: красные — это те, кто должен соблюдать правила, а белые — это белый шум. И белых пометим как белый шум. Для того, чтобы каждый инвестор, заходя в конкретный телеграм-канал, видел — содержание этого канала маркировано как белый шум. И если он ориентируется на белый шум, то это его проблема.

Сейчас-то все эти каналы маскируются под добросовестных. И мы получаем со стороны регулятора борьбу с добросовестными профучастниками, хотя, в принципе, она ориентирована на поиск серых советников, которые обманывают клиентов. **Владимир Зотов.** Говоря об эволюционном пути, я имел в виду не только инвесторов в моменте, но и, может быть, следующие поколения. В остальном я, конечно, согласен.

Алексей Тимофеев. На самом деле я умышленно поляризовал, Игорь



угадал, сделав заведомо неприемлемым один из вариантов — с запретом. Я не думаю, что это практично и вообще возможно. Люди имеют право обмениваться представлениями о происходящем на рынке. Мы уже идем по «мягкому» пути, о котором говорил Игорь. Думаю, что будет сформирована ассоциация аналитиков, которая сможет отделить одних от других (от тех, кто не претендует на роль инвестиционных советников).

Валерий Лях. Спасибо большое. Мне понравилась аллегория про то, что, когда болят зубы, люди идут к стоматологу. На самом деле все не совсем так. Когда болят зубы (особенно если предыдущий раз лечили больно), то люди до послед-

него глотают обезболивающие; а к стоматологу идут, только когда уже совсем никаких вариантов не остается.

Пока рынок растет, все пытаются взять информацию откуда только можно: в первую очередь из телеграм-каналов. Потребитель финансовых услуг изменился, он стал потреблять аналитический фастфуд. Где взять такой фастфуд? Там, где он привык: из телеграм-каналов, из соцсетей. Если есть спрос, возникает и предложение. Поэтому и появляются телеграм-каналы с сотнями тысяч подписчиков, в первую очередь, анонимные телеграм-каналы.

Здесь у меня несколько ответов на тот вопрос, который резонно поставил

Алексей. С одной стороны, конечно, надо работать по направлению аналитики. Работа эта уже начата и сформирован реестр независимых публичных аналитиков.

Мы года два назад выпустили Кодекс этики финансовых аналитиков, основанный на Кодексе этики CFA. Ассоциация CFA предоставила Российской Федерации эксклюзивное право на знакомство с русским переводом определения добросовестной работы аналитика, предоставила возможность использования своего Кодекса этики.

Мы Кодекс перевели, используем сейчас на одной из площадок. Есть Кодекс этики, есть открытый реестр, туда уже вошло более 50 независимых анали-

тиков. Они на своих страницах в сетях Facebook, Telegram даже ставят отметки о том, что присоединились к этому кодексу. В случае проблем или жалоб со стороны потребителя они готовы публично рассматривать претензии к своей деятельности и к деятельности своих коллег.

Но необходима и работа профсообщества при взаимодействии с клиентами. Надо говорить, что доверять анонимным каналам или анонимным публикациям — абсолютно неприемлемая практика.

Кодекс существует, реестр существует, аналитика потихоньку развивается. Важно участие рынка в том, чтобы доводить информацию до конечного потребителя, который, повторюсь, сейчас в первую очередь использует однокнопочный продукт. Одна кнопка — открыть Telegram, прочесть аналитику (вообще-то аналитика сама приходит, пуш-уведомлениями), вторая кнопка — купить или продать.

Немаловажно также развивать собственную аналитику, аналитические продукты, аналитические команды профучастникам. Мне кажется, этот элемент сейчас запаздывает. Потребность рынка высока, существующее предложение не обеспечивает запрос клиентов, особенно новых, которые с работой фондового рынка никогда не сталкивались.

Что касается нашей деятельности по отделению инвестиционного консультирования от аналитики и продаж. В Банке России сформирована соответствующая рабочая группа. Мы в рамках работы этой группы формулируем определение индивидуальной инвестиционной рекомендации, чтобы выровнять конкурентное поле для легальных участников, убрать недобросовестных советчиков и не повлиять на добросовестные бизнесы. Планируется включить новое определение в будущий базовый стандарт. В дальнейшем может потребоваться донастройка рекомендаций со стороны СРО.

Мы не боремся с Telegram, не боремся с социальными сетями и механизмами распространения информации. Мы хотим повлиять именно на то, чтобы люди не доверяли неактуальным анонимным информационным сообщениям. Но люди потребляют ту аналитику, которая к ним сама приходит. Думаю, что здесь усилия и регулятора, и профсообщества должны быть объединены не только в понимании того, что является недобросовестным, но и в развитии качественной аналитики, в которой есть высокая потребность.

Алексей Тимофеев. Спасибо. Эмиль, ты хотел добавить? Будь добр.

Эмиль Вассенин. Добрый день! Я специалист по GIPS (глобальные стандарты по расчетам инвестиций) и хотел сказать, что на самом деле это проблема не только России, это проблема всего мира. Единственный вариант, который сейчас действует, из моего опыта, это действительно вариант лицензирования и продвижения компаний, которые зарекомендовали себя.

Валерий Лях. Мы не рассматриваем сейчас вариант лицензирования финансовых аналитиков, потому что это не та деятельность, которую на текущий момент необходимо лицензировать. Мы все-таки считаем, что в этом плане должны сработать мягкая сила и регулирование. Но без помощи сообщества, безусловно, этого не выйдет.

Алексей Тимофеев. Я целиком и полностью поддерживаю такой поход. Просто хотел обратить внимание, что кодекс в том виде, в каком он был утвержден, смешивает понятия аналитика и советника. Это недоразумение надо бы убрать.

А во-вторых, конечно, надо более критично относиться к тем, кто входит в реестр. Лучшим и более эффективным решением было бы создание самостоятельной ассоциации аналитиков с членством в ней и критическим отношением к кандидатам. НАУФОР это точно поддерживает.

Владимир Крекотень. Во-первых, я думаю, что все-таки должна быть ассоциация не только финансовых аналитиков, а финансово-инвестиционных аналитиков и советников. Очень важно, чтобы самозанятые предприниматели, блогеры и так далее имели возможность, вступив в тот или иной реестр и получив тот или иной статус, использовать его в своих онлайн-каналах, использовать при общении с клиентами.

Такие финансовые аналитики смогут выглядеть в глазах инвестора значительно лучше, и это важно безусловно.

Но мне кажется, мы забываем, что часто хотим догнать и причинить добро вопреки. Правильно тут сказали, что у конечного инвестора всегда идет борьба между страхом и жадной доходности. Ну какой лейбл, или участие в реестре, или реальные лицензии прельщают человека, если на другом сайте (пусть не таком образцовом) написано, что возможна доходность 3% в месяц в долларах? Конечно, он все деньги отнесет туда.

Но делать ассоциацию аналитиков надо, мы будем в ней участвовать. Надо тему деятельности этой ассоциации отдельно обсудить во всех аспектах. Спасибо.

Ираклий Кирия. Периодически я вижу в Ютубе рекламу некой инвестиционной платформы «Газпрома». Если перейти по ссылке, то попадаешь на некий сайт, который обещает доход от «Северного потока-2», при этом указана фальшивая лицензия. Хотел спросить, может ли НАУФОР или Центральный банк как-то на подобное влиять, выявляя недобросовестную рекламу?

Еще одна тема для обсуждения. Есть статистика по индивидуальным инвестиционным счетам, в том числе Центрального банка, она говорит, что сейчас темпы роста ИИС замедлились, но при этом количество счетов растет гораздо быстрее, чем количество активов на них. В том числе, есть ряд пустых счетов, которые были открыты впрямую.



Возникает догадка, что достаточно большое количество владельцев этих счетов даже и не подозревают, что им открыли ИИС. Вполне возможно, что они это сделали, покупая другие банковские продукты, ну и заодно пописав договор об открытии ИИС.

Вот как вы считаете, если владелец не пользуется ИИС, допустим, больше года, — может, было бы справедливо закрыть этот счет? Менеджер банка, допустим, воспользовался ситуацией, человек подписал договор, не глядя. При этом один человек может открыть лишь один ИИС. И когда человек уже осознанно принимает решение пойти и открыть ИИС, то фактически сталкивается с

последствиями выбора, который сделал неосознанно. Интересно было бы услышать мнения по этому поводу.

Роман Горюнов. Я тут пока сидел, написал, чего за последний год боялся регулятор. Он боится покупки иностранных бумаг российскими гражданами, он боится участия российских граждан в российских IPO, он боится криптовалют, он боится структурных продуктов, боится облигаций без максимального рейтинга, сегодня он стал бояться опционов. Если коротко, он всего боится.

Как можно развивать рынок, если регулятор, во-первых, боится нового, а во-вторых, не находит ничего лучшего, чем либо запрещать, либо вводить допол-

нительную регуляцию, когда рынок еще не появился. Когда регулятор пытается зарегулировать какой-то сегмент еще до того, как там появилась практика.

А у нас очень маленький рынок. Вот регулятор говорит, что отечественный рынок не выполняет главную функцию, не трансформирует сбережения в инвестиции. А знаете, почему не трансформирует? Потому что он маленький, на нем мало инвесторов и маленькие объемы торгов. Это самая главная проблема рынка. Давайте сначала обсуждать, как увеличить наш рынок раз в 10, и уж тогда будем чего-то бояться...

Ольга Шишлянникова. Возможно, предыдущий спикер уже работает в Банке



России, а я просто не знала об этом? Почему-то у него вдруг родился спич о том, что Банк России всего боится. Видимо, у Романа нагорело, но он сдерживал себя в присутствии Владимира Викторovichа.

Коллеги, я по-прежнему в Москве и по-прежнему открыта к общению, но, к сожалению, сейчас вынуждена вас покинуть. Спасибо большое за дискуссию, было интересно. Согласно с Романом, еще есть над чем подумать, и это не только темы, о которых сегодня говорили на конференции. Спасибо большое, удачного завершения работы.

Валерий Лях. По поводу «Газпром инвеста»: мы знаем про эту историю.

Регулярно блокируем такого рода сайты. У Банка России сменился вектор работы с недобросовестными практиками. С июня месяца мы начали активно работать над предупреждением граждан и на закрытие недобросовестных сайтов. Это касается не только сайтов с подменными лицензиями, это касается всей нелицитимной деятельности. Срок закрытия подобного рода сайтов сейчас достигает двух-трех дней.

Вопрос в другом: Банк России отлавливает эти сообщения самостоятельно, профсообщество в меньшей степени участвует в том, чтобы сообщать о такого рода случаях. Мы перенастроили систему, готовы бы-

стро блокировать, направляйте нам информацию.

Должен быть постоянный процесс, который убедит мошенников в том, что их затраты точно будут превышать доход, который они получают от незаконного привлечения денег. Мы создаем условия, когда такого рода деятельность будет становиться для них все дороже: дороже станется открывать новые сайты, дороже заново выстраивать инфраструктуру.

Надо приучать клиента не бояться жаловаться, — в том числе, на телеграм-каналы. Там работает известный принцип: открыть проверку можно, но если граждане не понесли ущерб от не-

правильных рекомендаций, то формального состава правонарушения может и не быть. Поэтому говорить о проблеме телеграм-каналов нужно не только между собой, но и с клиентом. Говорить ему, что, если он понес ущерб от «левого» и анонимного телеграм-канала, то должен сообщать эту информацию тому же регулятору. Для нас такие сведения являются основанием проводить проверки. И после проверок анонимы перестанут, в конце концов, публиковать свои анонимные рекомендации. Через системный подход можно многое изменить, но для этого необходимо участие, — в том числе, жалобы.

Алексей Тимофеев. Спасибо большое. Коллеги, есть желание обсудить какие-то еще темы? Александр.

Александр Мецгер. Я начну немножко шуточно, но надеюсь, что коллеги поймут сарказм. Роман ратует за расширение рынка. Думаю, тут ни один из присутствующих не станет возражать. Все мы за то, чтобы рынок рос, развивался и так далее. Но существует серьезная тема уровней вознаграждений, которые управляющие компании берут за управление при пассивном инвестировании. Мы семимильными шагами двигаемся в сторону цивилизованного рынка, и вот уже вознаграждение российского управляющего составляет 1%. Но на том же европейском (тем более американском) рынке вознаграждение — это сотые доли процента.

На долгосрочном горизонте нет ничего лучше, чем индексная пассивная стратегия. Причины мы понимаем. Виктор Немихин про это уже сказал. А сколько, ты сказал, надо платить нашим и сколько американцам?

Виктор Немихин. Нашим управляющим — от 13 до 18 процентов.

Александр Мецгер. Чувствуете разницу? Я предлагаю ставить во главу угла не доходность, а издержки, деленные на риск. И показывать инвестору, что на долгосрочном горизонте нужно выбирать ту компанию, которая берет наименьшие

издержки. Думаю, регулятору в этом плане надо поработать.

Я вот до сих пор удивляюсь, почему управляющая компания, которая занимается пассивным индексным инвестированием и привязана к биржевому фонду, должна нести те же самые регуляторные издержки, как и управляющая компания, которая занимается активным управлением?

Алексей Тимофеев. Спасибо. Может, ты хотел сказать несколько слов по поводу стандарта?

Илья Ванин. Коллеги, на нашем мероприятии присутствует представитель комитета по GIPS в России. НАУФОР, кстати, тоже входит в данный комитет. Возможно, Эмиль хотел сказать пару слов про этот стандарт.

Эмиль Вассенин. Спасибо большое. Прежде чем я начну говорить на основную тему, хотел бы сделать маленькое замечание. Вы говорите здесь, что недобросовестные игроки подделывают лицензии, вывешивают их на Фейсбуке. Но в чем состоит основная идея мирового опыта? В том, что, если компания соответствует стандартам GIPS, то инвестор может просто войти на сайт CFA и проверить, имеет ли конкретная компания сертификат или нет. Может быть, как вариант, следует сделать более доступной публичную информацию и научить инвесторов правильно ее проверять.

Я хочу поблагодарить НАУФОР за то, что ассоциация пригласила меня сегодня выступить перед аудиторией. Я являюсь независимым специалистом в области GIPS (Global Investment Performance Standards, или Глобальные стандарты подсчета доходности инвестиций).

Стандарты GIPS существуют с 1992 года и уже не только являются частью экзамена CFA, но и стали нормой во многих странах. Они также являются основой развития законодательства в некоторых странах. На сегодняшний день стандартам GIPS соответствуют более 1,5 тысяч компаний в 46 странах.

В Америке и Канаде более 80% всех инвестиционных компаний следуют стандартам GIPS.

Для чего нужны стандарты GIPS. Во-первых, чтобы инвестиционные компании могли на равных конкурировать на всех рынках. Во-вторых, чтобы инвесторы имели возможность сравнивать результаты деятельности этих инвестиционных компаний. То есть, когда инвестиционная компания предоставляет проценты по возвратам, инвесторам не нужно задавать вопросы, по какой методологии это было подсчитано.

Стандарты GIPS были разработаны и продолжают поддерживаться через сотрудничество волонтеров, спонсоров, и, конечно, самого института CFA. Волонтерами являются специалисты из разных областей инвестиционной отрасли (как, например, я), а спонсоры — в основном некоммерческие организации или ассоциации специалистов.

Стандартов GIPS не надо бояться. Это не дополнительные требования, это, скорее, рекомендации по улучшению внутреннего управления и маркетинга. Стандарты GIPS основаны на принципах и не дают ответов на все вопросы инвестиционной деятельности. Инвестиционная компания сама будет определять рамки discretionary, — например, установит минимальный размер инвестиций, скажем, в 1 млн. То есть композит будет в себя включать только фонды от миллиона и выше, маленькие фонды не будут включены в расчеты средней доходности.

Опять же повторяюсь, стандарты GIPS используются прежде всего для рекламы услуг инвестиционных компаний. И поскольку стандарты GIPS должны быть международными, то очень редко возникают моменты, когда они не соответствуют местным законодательствам. Скорее, они дополняют и развивают локальное законодательство. В том числе, показывают, как правильно раскрыть информацию для инвесторов с этической точки зрения.



Алексей Тимофеев. Спасибо большое. Мы хотели обратить внимание на эту тему и найдем способ развить ее в дальнейшем. У нас не было места для отдельной сессии по этой теме сейчас, но мы к ней еще вернемся. Спасибо большое.

Коллеги, требования человеколюбия заставляют меня вести наш «круглый стол» к завершению. Думаю, пара реплик этих принципов человеколюбия еще не нарушит, но больше — уже нарушит.

Виктор Лебедев. У меня вопрос конкретно к Алексею. Вчера была панель, которая называлась «Биржа будущего». А вот НАУФОР будущего как выглядит?

Алексей Тимофеев. Скажу пару слов. Я вижу НАУФОР все более и более саморегулируемой организацией, то есть организацией, которая осуществляет регулирование и надзор, может быть, даже в большей степени, чем лоббистскую деятельность. Мы будем делать саморегулирование эффективным, чтобы ЦБ был удовлетворен и доверял нам регулирование многих отношений, которые, как мне кажется, мы могли бы урегулировать лучше, чем сам Центральный банк.

НАУФОР прогрессирует в развитии своих правоприменительных способностей, и мы будем идти именно по этому пути в интересах индустрии.

Владимир Курляндчик. Я вчера модерировал упоминавшийся круглый стол «Биржа будущего» и считаю, что сейчас, после слов о НАУФОР будущего, настал отличный момент, чтобы закончить этот «круглый стол». (В преддверии Уральской конференции НАУФОР «Российский фондовый рынок» в Екатеринбурге 7 октября 2021 года состоялся круглый стол «Биржа будущего», организаторами которого выступили СПб Биржа и Группа компаний «ИНФИНИТУМ». — Прим. ред.).

Алексей Тимофеев. Я с этим согласен. Спасибо вам большое за ваше внимание. Коллеги, спасибо вам, до свидания. □