

ВН

ВЕСТНИК НАЦИОНАЛЬНОЙ
АССОЦИАЦИИ УЧАСТНИКОВ
ФОНДОВОГО РЫНКА

№12 ДЕКАБРЬ 2021

В премиальном сегменте

Интервью
с Асхатом Сагдиевым

Достройка

ПРОВЕРКА ТЕСТИРОВАНИЕМ

За лучшее исполнение

ПЛЮРАЛИЗМ ДЕТАЛЕЙ

Без карфагенов



Содержание

№12, ДЕКАБРЬ 2021



ТЕМА НОМЕРА: ДОСТРОЙКА

В премиальном сегменте

Асхат Сагдиев, генеральный директор компании «УНИВЕР Капитал», рассказывает Ирине Слюсаревой о формах конкуренции брокерских компаний с коммерческими банками; а также объясняет, зачем брокеру может понадобиться кредитный рейтинг.

4

НОВОСТИ

3 Инвестиции начинаются...

17 декабря 2021 года Московская биржа представила обновленный бренд, ключевым элементом которого стал торговый тикер. Символично.

ТЕМА НОМЕРА: ДОСТРОЙКА

14 Достройка

28 октября 2021 года в Екатеринбурге состоялась традиционная, XIII по счету, Уральская конференция НАУФОР «Российский фондовый рынок». Первая сессия была посвящена регулированию и надзору на финансовом рынке.

30 Проверка тестированием

В рамках ежегодной Уральской конференции НАУФОР состоялась сессия «Брокерское тестирование и другие меры по защите интересов инвесторов».

40 За лучшее исполнение

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

54 Плюрализм деталей

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

68 Без карфагенов

На тринадцатой ежегодной Уральской конференции НАУФОР состоялся круглый стол с участием брокеров, управляющих компаний и спецдепозитариев.

81 Перечень материалов, опубликованных в «Вестнике НАУФОР» в 021 году

ЭКСПЕРТНОЕ МНЕНИЕ

82 Центробанки и «омикрон»

Котировки российских акций и рубль продемонстрировали по итогам ноября заметное падение на фоне возросших геополитических рисков, а также нестабильности мировых рынков капитала как на ожиданиях ужесточения денежно-кредитной политики мировыми центробанками для борьбы с инфляцией, так и вследствие обнаружения нового штамма коронавирусной инфекции «омикрон».



Достройка

Уже несколько номеров подряд «Слово редактора» фрахтуется (в той или иной форме) под тему прихода на отечественный фондовый рынок ритейлового инвестора. Во и сейчас. Новость номера — новый бренд Московской биржи. Вроде бы никакого отношения к массовому инвестору этот чисто маркетинговый ход не имеет. Нет, но на самом деле — да. Имеет.

Просто надо внимательно посмотреть, куда этот ход нацелен. Рекламирывать крупнейшую в РФ биржевую площадку буду кумиры массовой молодежной аудитории. В рекламном ролике многократно повторяется слово «инвестировать»: чтобы схватилось и там закрепилось.

А самое главное в этой кампании — ее максимально широкий охват. Раньше смотрели/слушали рекламу майонеза, туроператора, орешков и прочих товаров массового спроса? А теперь — про акции и фьючерсы, плиз.

Продукты фондового рынка начинают появляться в корзине самой широкой аудитории.

Ирина Слюсарева ☺

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

Главный редактор **Ирина Слюсарева**

Редакция

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

Учредитель НАУФОР

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

Издатель КЦ НАУФОР

Автор макета **Петр Пирогов**
Автор редизайна **Павел Перов**

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

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

Инвестиции начинаются...

17 ДЕКАБРЯ 2021 ГОДА МОСКОВСКАЯ БИРЖА ПРЕДСТАВИЛА ОБНОВЛЕННЫЙ БРЕНД, КЛЮЧЕВЫМ ЭЛЕМЕНТОМ КОТОРОГО СТАЛ ТОРГОВЫЙ ТИКЕР. СИМВОЛИЧНО

Московская биржа публично и широко представила журналистскому сообществу свой новый бренд. Ключевым его элементом является надпись — МОЕХ: одновременно и сокращение (от Moscow Exchange), и тикер акций компании в торговых системах. Основные цвета — уже привычный инвесторам/брокерам красный и белый. Но изменения коснутся не только (даже не столько) визуальной составляющей, а еще и позиционирования биржевой группы на рынке. Новый бренд объединяет классический биржевой функционал, проекты по личным финансам и обучающие сервисы.

Московская биржа уже некоторое время назад стала мощно развивать новое направление — помощь инвесторам. Здесь реализуются сразу несколько проектов: обучающий курс «Путь инвестора», подкаст (проще говоря, радиопрограмма) «Деньги делают деньги» и образовательная платформа «Школа Московской биржи».

Эти изменения стали следствием выхода на отечественный фондовый рынок большого количества частных инвесторов. В 2021 году их, розничных инвесторов, присутствие на

Мосбирже увеличилось почти в два раза по сравнению с 2020 годом. К началу декабря общее число физических лиц, имеющих счета на Мосбирже, достигло 16,2 млн человек. На презентации обновленного бренда Олег Вьюгин (глава наблюдательного совета Московской биржи) сказал, что уже в 2021 году оборот торгов на площадке может превысить 1 квадриллион рублей.

Вот такие цифры.

С 20 декабря начнется масштабная рекламная кампания МОЕХ на телевидении, важных интернет-площадках, в наружной рекламе. Масштаб кампании для отечественного рынка беспрецедентен. Ключевой слоган кампании продвижения платформы Финуслуги — фраза «Цени свои деньги».

Лицами рекламной кампании (и собственно Московской биржи, и платформы Финуслуги) стали молодые кумиры нового поколения: фигуристка Евгений Медведев (двукратный призер Олимпийских игр по фигурному катанию) и шахматист Сергей Карякин (самый молодой гроссмейстер в истории, занесенный в этом качестве в книгу рекордов Гиннеса).

На презентации топ-менеджеры Московской биржи в деталях объясняли, в чем видят свои задачи. Говорили о желании создать в России культуру инвестирования, научить людей строить долговременные финансовые планы.

Управлять всеми личными финансами на одной площадке, где можно собрать вклады, кредиты, страховки и инвестиции, действительно удобно. Это похоже на начало большого пути. □



Асхат Сагдиев
генеральный директор компании «УНИВЕР Капитал»

В премиальном сегменте

«Мы участвовали во всех этапах становления российского фондового рынка; но базовая бизнес-модель нашей компании не менялась»

Асхат Сагдиев, генеральный директор компании «УНИВЕР Капитал», рассказывает Ирине Слюсаревой о формах конкуренции брокерских компаний с коммерческими банками; а также объясняет, зачем брокеру может понадобиться кредитный рейтинг.

Фотографии Павел Перов

— Асхат, компания «УНИВЕР» стабильно входит в топ-10 брокерских рейтингов. Оцениваете ли вы этот результат как достижение? И как к нему пришли?

— Непреложный и, несомненно, очень важный факт состоит в том, что «УНИВЕР» — одна из старейших компаний российского фондового рынка. Мы официально зарегистрированы с 1995 года. В прошлом году отмечали 25-летие. Правда, не очень публично.

— Для отечественного фондового рынка четверть века — огромный срок. Особенно учитывая, какими... простыми, скажем так, были эти годы.

— Да, простыми. За этот период на рынке реализовалось три полноформатных больших кризиса: в 1998, 2008 и 2014 годах. Наша компания их благополучно преодолела и продолжает работать. Но в целом сейчас на рынке осталось не больше пяти

брокерских компаний, которые начинали вместе с нами или чуть раньше. Постваучерных компаний, как я их называю.

Фондовый рынок сейчас очень сильно сжался: много компаний со стажем исчезло, новых появилось гораздо меньше. С другой стороны, серьезными игроками на фондовом рынке сейчас стали коммерческие банки, которые раньше на этот сегмент просто не обращали внимания, он был им неинтересен. И это можно понять. В начальную пору становления российский рынок ценных бумаг был довольно далек от нынешней модели.

— Почему такая формулировка — постваучерные компании?

— В начальной стадии наш рынок ценных бумаг был полностью спекулятивным (в техническом

смысле), на нем доминировали западные фонды, обращались суррогаты ценных бумаг. Одна из первых торговых площадок постсоветского времени — Центральная российская универсальная биржа — в те времена обосновалась в бывшем здании дома культуры института имени Плеханова. За наличные деньги брокеры торговали там стопками ценных бумаг, которые тогда были «бумагами» в самом прямом смысле. У меня, кстати, там тоже был столик.

На рынке обращалось тогда два типа ценных бумаг: ваучеры и акции приватизированных предприятий. Как вы,

Мы участвовали во всех этапах становления российского фондового рынка. Но сама наша бизнес-модель не менялась: мы всегда развивались как финансовый бутик. Обслуживали в основном крупных клиентов, концентрировались на частном капитале.

возможно, помните, в результате ваучерной приватизации 1992—1994 годов в РФ было создано около 20 тысяч акционерных обществ. Соответственно, на рынке присутствовало два типа российских брокерских компаний: первые работали с западными компаниями, это была брокерская элита. Брокеры второго типа скупали акции компании (через покупку бумаг у владельцев), формировали пакеты, пакеты эти продавали затем брокерам первой категории, а те — западным участникам или будущим отечественным олигархам. Яркое, короче, было время. Время становления фондового рынка, начало эпохи ФКЦБ. Позже, в 1995 году 15 ведущих российских брокеров создали биржу РТС. Вот так в России возник рынок акционерного капитала, на первых порах очень своеобразный.

Потом случился кризис 1998 года, многих участников потрянуло очень серьезно и они исчезли. В то же время

открылись ниши для новых компаний. Рынок перепродажи российских активов западным посредникам фактически умер, западные брокеры стали сливать российские бумаги, а откупали эти активы уже отечественные игроки.

Появился отечественный биржевой софт, возникла инфраструктура электронной торговли, брокеры стали предоставлять клиентам прямой доступ к биржевым торгам. Выросли крупные российские брокерские компании: «Тройка Диалог», «Атон» и так далее. Это уже был почти настоящий фондовый рынок, только маленький и узкий. Потом случился кризис 2008

года, многие крупные брокеры, по сути дела, ушли с рынка. Но наша компания пережила и этот кризис. И продолжила развиваться.

Мы участвовали во всех этапах становления российского фондового рынка. Но сама наша бизнес-модель не менялась: мы всегда развивались как финансовый бутик. Обслуживали в основном крупных клиентов, концентрировались на частном капитале. После кризиса 2014 года, по-прежнему не меняя модели, расширили базу клиентов — стали активно работать с корпорациями. Сейчас наша ключевая аудитория — юрлица и крупный частный капитал. По сути дела, мы работаем как фэмили офис: обслуживаем и компании, и их топ-менеджеров/владельцев.

Здесь мы отчасти конкурируем с коммерческими банками, поскольку предоставляем клиентам, в том числе, казначейский сервис, услуги на денежном рынке. Активно работаем также

на рынке облигаций, занимаем в этой нише довольно существенные позиции. В текущем году организовали около десяти выпусков. Отдельное достижение: «УНИВЕР Капитал» стал первым аккредитованным организатором размещения облигаций корпорации МСП («Федеральная корпорация по развитию малого и среднего предпринимательства»).

Существенный момент, крайне нужный для этого профиля деятельности — кредитный профиль. Среди брокеров кредитный рейтинг имеют лишь единицы. У нас он есть, причем давно. Мы имели высокий рейтинг надежности от агентства НРА, уже более десяти лет рейтингуемся в компании «Эксперт РА»: в апреле она присвоила «УНИВЕРу» рейтинг на уровне ruA- (умеренно высокий уровень кредитоспособности/финансовой надежности/финансовой устойчивости; прогноз стабильный). Для брокерской компании это высокий уровень устойчивости, здесь конкуренцию мало кто выдерживает, потягаться с ним почти никто на рынке не может.

Высокий рейтинг мы поддерживаем постоянно на протяжении многих лет. Примерно для этих же целей уже много лет делаем отчетность по стандартам МСФО. А также аудитуемся у наиболее надежных западных аудиторов. Сейчас — у компании MOORE ST; это часть международной группы MOORE GLOBAL, крупного объединения аудиторских, бухгалтерских и консалтинговых фирм, которое присутствует на рынке — трудно не оценить эту цифру! — с 1907 года.

Наша компания активно сотрудничает с западными брокерами: мы имеем большой деск по торговле еврооблигациями и очень широкий круг западных контрагентов. Для того, чтобы западные участники открывали на нас лимиты, тоже требуется соблюдать жесткие требования по рейтингам, по отчетности. Институциональная





торговля еврооблигациями составляет существенную часть нашего бизнеса. Думаю, мы входим в топ-5 российских компаний, лидирующих на рынке евробондов.

— А как в целом выглядит линейка ваших сервисов, ведь это не только евробонды?

— Линейка такая: классический брокеридж, доверительное управление. А также инвестиционно-банковский бизнес: мы привлекаем для корпораций денежные средства, в основном на долговом рынке. Появляется и определенный опыт на рынке акций: в прошлом году «УНИВЕР капитал» принимал участие в первичном размещении компании «Самолет». В этой

сделке мы выступали организатором наряду с очень крупными игроками: ВТБ, Открытием, Совкомбанком. А в декабре текущего года даже получили премию Cbonds Awards в номинации «Лучшая сделка первичного размещения федерального застройщика» как раз за выпуск ГК «Самолет» на 15 млрд рублей, кстати, это одна из наших 4-х номинаций. Также работали и самостоятельно: скажем, выступили листинговым агентом и организатором IPO «Светофор Групп». У этой компании интересный профиль: она обучает водителей транспортных средств всех категорий на основе интерактивной онлайн системы обучения. Своего рода

онлайн-автошкола. Думаю, у этого бизнеса неплохие перспективы.

В общем, опыт на рынке акций мы нарабатываем.

Пробуем и другие виды деловой экспансии: например, пытаемся активно продвигаться на рынках СНГ. В частности, имеем статус члена Казахстанской фондовой биржи (KASE) и Международного финансового центра в Астане (Astana International Exchange, AIX). По-моему, мы там единственные из России пока.

— А «Фридом финанс»?

— «Фридом финанс» в Казахстане работает как брокер через дочернюю компанию. А мы там присутствуем как

российская компания. Рынок в РК не-большой, но он есть. Есть он и в других странах постсоветского пространства. Наша компания покрывает практически весь рынок СНГ.

— Огласите список, пожалуйста.

— Белоруссия, Грузия, Армения, Азербайджан, Украина (в последнее время менее активно). Основными нашими контрагентами являются коммерческие банки и крупные эмитенты, частный бизнес есть во всех этих странах.

Года три-назад снова возникло ощущение, что идея Москвы как регионального финансового центра имеет право на жизнь. Поскольку оказалось, что на российском рынке имеется довольно неплохая ликвидность.

Самым крупным финансовым рынком СНГ после России является, пожалуй, Казахстан. Он имеет свои особенности. Долговой рынок там всегда был достаточно сильно развит; а вот рынок долевой собственности — нет. Приватизация в РК проходила совсем не так, как в России, где в собственность трудового коллектива поступал 51% акций и таким образом можно было консолидировать конкретное предприятие целиком. А в Казахстане приватизации подлежало не более 10% предприятия; по этой причине рынок акций там развития не получил. Торговалось буквально несколько компаний. Двигателями финансового рынка в Казахстане всегда были банки. Кризис 2007-2008 годов их сильно подкосил, прошли серьезные процессы консолидации. Часть ранее наработанных позиций казахстанский фондовый рынок тогда потерял.

Все названные рынки, в общем, не очень велики. Основными игроками на них являются коммерческие банки и немножко — пенсионные фонды. Работаем с ними как контрагентами в основном на рынке долга.

— Мне казалось, что финансовый рынок Грузии плотно занят турецким капиталом?

— Самый крупный грузинский банк принадлежит американскому капиталу. Возможно, корни там все-таки грузинские: владельцами являются этнические грузины или бывшие граждане Грузии, что-то в этом роде. Но вот финансовый рынок Азербайджана — это турецкий капитал, конечно.

Вне зависимости от названных особенностей, на всех этих рынках мы

активно торгуем с местными контрагентами в сегменте еврооблигаций. В той же Белоруссии достаточно велик интерес и к возможности привлечения капитала на российском рынке через долговые заимствования, и к покупке российских еврооблигаций.

Наша же задача как брокера — обеспечивать ликвидность и постоянный поток котировок.

— Может ли Москва стать региональным финансовым центром на постсоветском пространстве?

— Предпосылки к этому точно были. До 2014 года — очень серьезные предпосылки. Потом они существенно уменьшились. Казалось, что шансов уже нет. Но года три-назад снова возникло ощущение, что идея Москвы как регионального финансового центра имеет право на жизнь. Поскольку оказалось, что на российском рынке имеется довольно неплохая ликвидность. В частности, это связано с тем, что на российский фондовый рынок стал массово выходить розничный частный инвестор. Рынок ощутимо расширился. И компании СНГ на это отреагировали. Первыми стали

белорусские компании, протоптавшие дорожку к российским инвестициям через Московскую биржу. Чуть позже на той же площадке появилось несколько выпусков облигаций компаний из Казахстана.

Сейчас можно уверенно утверждать, что рынок в определенной степени состоялся. Московская биржа вполне утвердилась как место возможного привлечения капитала, у нее есть перспективы развития в этом плане. Если бы еще этим планам не так сильно мешала политика.

Но все-таки для финансового рынка главное — чтобы на нем были деньги. А деньги есть. Так что есть и шансы. И для союзников России — а это Белоруссия, Армения, Казахстан — путь на этот рынок, безусловно, открыт. Наверное, и не только для них.

Россия — большая страна, она в состоянии позволить себе иметь национальный финансовый рынок. Размер здесь имеет огромное значение, маленькие страны все же не особенно могут рассчитывать на реализацию подобных проектов. Объединенный рынок на пространстве СНГ, на мой взгляд, имеет больше шансов.

Но Международный финансовый центр в Астане — это ведь конкурирующий проект?

Да, там пытаются активно развивать Astana International Exchange. В том числе, за счет имплементации англо-саксонского права, обеспечения судебной независимости, определенных льгот по налогам. Проект идет не так уж легко, судя по разным признакам. Но шансы на реализацию есть. Конечно, замысел заключается именно в том, чтобы перехватить инициативу у Москвы.

Следует учитывать, что отсутствие англо-саксонского права для международных игроков однозначно является минусом.

Кроме того, создание регионального МФЦ, скорее всего, не является сейчас приоритетным для России. Были времена, когда этому вопросу явно прида-

валось больше значения. В то же время эмитенты из стран СНГ уже сейчас размещаются в Москве и привлекают здесь капитал. Это тоже факт.

— Тем более, что инфраструктура российского фондового рынка вполне соответствует достаточно серьезным критериям, верно?

— У нас есть сестринская компания на Кипре, так что с европейской инфраструктурой мы знакомы не понаслышке. Считаю, что в России создана весьма прогрессивная финансовая инфраструктура, учитывающая все современные тенденции, предоставляющая все возможности. Кстати, многие российские компании, прежде листинговавшиеся в Лондоне, теперь возвращаются на

Я об этом упоминал в самом начале нашего разговора.

Этот приход взорвал рынок, скажем так. В результате появилось достаточно большое количество новых инвесторов; они принесли свежие деньги и серьезно увеличили общую рыночную ликвидность. Увеличение можно наблюдать по многим индикаторам: вырос и рынок облигаций, и рынок акций, и рынок коллективных инвестиций. Сейчас рост ставки играет в двух направлениях. Во-первых, радикально массовый инвестор с фондового рынка уже не уйдет: люди распробовали, что, сравнительно с банковским депозитом, он дает более

В целом российские розничные инвесторы, скорее всего, продолжат свои опыты инвестирования. Российский рынок развивается не по континентальному образцу, а по американскому. Инвесторы все равно будут пытаться зарабатывать на ценных бумагах.

Московскую биржу. Идет довольно бодрый переток. Это тоже является признанием качества российской инфраструктуры.

— Процесс прихода на российский рынок массового инвестора — может ли его замедлить серьезное повышение ставки?

— Частный инвестор продолжает массово приходить на отечественный фондовый рынок. Этому способствовало множество факторов: во-первых, появление возможности удаленной идентификации. Реальное снижение ставки, продолжавшееся несколько лет, и низкая инфляция, разумеется, тоже работали на это. Ну и реформа банковского сектора сыграла свою роль. В результате картина рынка существенно поменялась, — со стороны участников, в том числе. На фондовый рынок вышли с предложением крупные надежные коммерческие банки, вооруженные новейшими цифровыми технологиями.

интересные доходности. При том, что открыть брокерский счет сейчас как минимум не сложнее, чем депозит. Так что тренд прихода на фондовый рынок будет продолжаться. Во всяком случае, люди будут открывать новые инвестиционные счета разного рода. С другой стороны, я полагаю, что значительная часть платежеспособного населения на рынке уже присутствует. Сейчас рост продолжается, главным образом, за счет мелких неквалифицированных инвесторов.

Снижение ряда долговых индексов; повышение ставок — все это еще только будет иметь свои последствия на каком-то сроке. Кроме того, следует учитывать, что новые инвесторы еще не проходили через рыночные кризисы, подобные кризису 2014 года. Отрицательный (ими пока еще не полученный) опыт инвестирования тоже непременно сыграет свою роль. Их действия станут более осторожными; активность снизится.

Тем не менее в целом российские розничные инвесторы, скорее всего, продолжат свои опыты инвестирования. Российский рынок развивается не по континентальному образцу, а по американскому. Инвесторы все равно будут пытаться зарабатывать на ценных бумагах.

— «УНИВЕР» — финансовый бутик; сказывается ли приток массового инвестора и на вас?

— Напрямую, конечно, не ощущаем: мы не работаем с ритейлом и не собираемся этого делать. Но прилив все-таки поднимает все лодки. Какие-то последствия серьезных рыночных изменений ощущают все причастные.

Наш клиент консервативен. Но и этот консервативный инвестор заметно усилил сейчас свою рыночную активность. Аллокацию на финансовый рынок многие увеличили.

Кстати сказать, хотя предпринятое регулятором изменение правил работы с неквалифицированными инвесторами непосредственно нас не коснулось, поскольку наши клиенты соответствовали требованиям по доступу к используемым инструментам, но мы его одобряем. Фондовый рынок нуждается в том, чтобы инвесторы понимали принцип его работы. Определенным категориям инвесторов следует ограничивать возможности доступа к некоторым видам инструментов. Во избежание избыточного усиления рисков.

Долгосрочно принятые ограничения работают на пользу рынку.

— А стимулирует ли нынешняя рыночная ситуация активность эмитентов?

— К сожалению, привлечения капитала через долговой рынок обходится эмитенту дороже, чем банковский кредит. Сейчас для выхода на рынок облигаций компании-эмитенту необходима консолидированная отчетность по МСФО; также требуется кредитный рейтинг. Все это удорожает привлечение капитала.

Хотя в то же время следует заметить, что подобные требования к условиям



выхода на публичный рынок повышают уровень корпоративного управления. Причем не только в отдельной компании: улучшается деловая среда в целом. Подобное достижение просто невозможно переоценить; оно прямым образом увеличивает эффективность всей национальной экономики.

Общаясь с владельцами бизнесов, я довольно часто указываю им на это обстоятельство. И большинство из них признает этот факт. Хотя чаще всего — не сразу (Улыбается).

В долгосрочном плане попытка выхода на публичный рынок улучшает бизнес. Как сказал Михаил Фридман, честным быть выгодно.

— Как повлияла на российский рынок локализация рынка иностранных акций? Какие шаги кажутся вам уместными для развития этого направления?

— Считаем, что Санкт-Петербургская биржа отлично поработала для развития российского финансового рынка, делает большое и важное дело. Кроме всего прочего, на нашем рынке в результате снова появилась конкуренция, которая присутствовала до момента слияния бирж ММВБ и РТС.

Ну и, конечно, самое главное: Санкт-Петербургская биржа создала новый хороший сегмент рынка. На это поработала, во-первых, пандемия, которая ограничила людям ряд воз-

можностей, как бы выталкивая их в другие сферы активности. В том числе, на фондовый рынок. А во-вторых, крупнейший американский брокер Interactive Brokers был вынужден закрыться для российских игроков. Классический случай: не было бы счастья, да несчастье помогло. Санкт-Петербургская биржа блестяще использовала это окно возможностей.

Конечно, серьезные участники возможность работы на рынке иностранных бумаг для своих клиентов имели всегда. Но благодаря сервису, который дала клиентам Санкт-Петербургская биржа, на этот рынок смогли выйти практически все желающие, в том

числе, те, которых раньше в этом плане серьезно ограничивал масштаб их операций.

Теперь на Санкт-Петербургской бирже определенно появилась своя ликвидность; она там есть даже в те часы, когда основные мировые площадки не работают. В ограниченном количестве бумаг, но тем не менее.

Сейчас развитие российского рынка иностранных ценных бумаг частично сдерживают определенные налоговые ограничения. В моем понимании, Минфин РФ на снятие этих ограничений не пойдет.

Но как региональная площадка Санкт-Петербургская биржа вполне

Теперь на Санкт-Петербургской бирже определенно появилась своя ликвидность; она там есть даже в те часы, когда основные мировые площадки не работают. В ограниченном количестве бумаг, но тем не менее.

успешна уже сейчас. Тем более что прошедшее размещение существенно укрепило их кредитный профиль. Разумеется, Московская биржа будет стремиться поучаствовать в развитии нового сегмента. Это и есть конкуренция. Для нас, финансовых посредников, она несет немало плюсов: сервисы лучше; комиссии меньше; возможности больше.

— Задумывается ли ваш инвестор о перспективах передачи активов следующему поколению, о вопросах наследования?

— Мы как инвестиционный бутик давно можем оказывать услуги такого рода. Но практически стали получать на них запрос буквально в последние один-два года. Процесс, что называется, пошел.

Мы видим, что наследники в основном имеют более агрессивный профиль. Возможно, отчасти из-за возраста. А отчасти (не исключая) по причине того, что отношение к унаследованному

проще, чем к заработанному собственным трудом.

Мы диагностируем комплексные риски в вопросах планирования преемственности и выбираем необходимый инструментарий (российский, международный, юридический, операционный) для их контроля и снижения. Составляем собственную стратегию взаимодействия с семьей и бизнес-партнерами, понимая важность открытой и прозрачной коммуникации с членами семьи.

— Перетекает ли ваш брокерский сервис в ДУ?

— Мы стараемся предлагать всю линейку услуг. И большинство клиентов

охотно раскладывает ликвидность в разные продукты. Многие активно инвестируют самостоятельно, но в то же время отнюдь не отказываются от возможностей доверительного управления. Это, кстати дает возможность (и им, и нам) сравнивать результаты инвестирования, использовать наглядные бенчмарки. Такая связка очень хорошо работает.

— Какова ваша среднесрочная стратегия?

— Мы видели и видим себя исключительно в роли инвестиционного бутика. Концентрируемся на премиальном сегменте. О ритейле не думаем, поскольку не видим возможностей конкурировать здесь с игроками, обладающими гораздо более значительными ресурсами. Тем более, что, по нашим оценкам, для большинства игроков текущая стадия является достаточно затратной. Они в значительной степени работают на будущее.

Мы на рынке уже более 25 лет, и мы понимаем, что главный актив финан-

совой компании — это репутация. А репутация — это в первую очередь доверие и профессиональные компетенции. Мы выполняем свои обещания и даём верные рекомендации, поэтому нам доверяют умные и состоятельные люди, и именно благодаря этому мы удерживаем свои позиции. Для нас важно обеспечить такой уровень сервиса, решая нестандартные и индивидуальные клиентские кейсы, чтобы это привело к долгосрочным взаимоотношениям с клиентом.

Поэтому при работе с клиентами в условиях нынешних изменений нужно учитывать многообразие факторов и понимать, что в определённых ситуациях требуется нестандартное решение. А для этого необходим творческий и индивидуальный подход к анализу инвестпрофиля текущих и будущих потребностей клиента, состояния портфеля. Любой вопрос требует грамотной организации и реализации. И главную роль здесь играют люди, их заинтересованность в решении вопроса клиента. Поскольку большая часть клиентов с нами уже много лет, значит мы всё делаем правильно. ■


ВДОХНОВЕНИЕ В ЦВЕТЕ!

ПАРАДИЗ®

ПРЕПРЕСС · ДИЗАЙН · ТИПОГРАФИЯ

+7 (495) 755 24 10

info@paradiz.ru  www.paradiz.ru

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



Офсетная печать



Цифровая печать



Широкоформатная
и интерьерная печать



Послепечатные
работы



Дополнительные
услуги



Дизайн и допечатная
подготовка

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



**РЕКЛАМНАЯ
ПОЛИГРАФИЯ**

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



**ДЕЛОВАЯ И
ПРИКЛАДНАЯ
ПОЛИГРАФИЯ**

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



**КАЛЕНДАРНАЯ
ПРОДУКЦИЯ**

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



**POS -
МАТЕРИАЛЫ
И УПАКОВКА**

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



**НАРУЖНАЯ
РЕКЛАМА**

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



Достройка

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

Фотографии Андрей Порубов

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

Модератор — Алексей Тимофеев (президент НАУФОР).

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

Что касается инструментария, то в этом сегменте произошло второе по

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



и брокеры имеют право использовать эти остатки активов клиентов.

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

относительно качества тех контрагентов, которым брокер предоставляет эти активы.

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

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

концентрацией. Но мы точно планируем этот вопрос решить.

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

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



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

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

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

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

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

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

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

не сдержался и подготовил немного слайдов.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

страгируюсь от выпуска госдолга, это отдельная история).

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

Ну, как-то так. Спасибо.

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

Развитие реализуется через другие решения.

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

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

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

Но некоторые ремарки по мотивам выступлений, наверное, сделаю.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

Для нас это интересный, в том числе...

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

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

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

международных клиентов. Нам кажется, что это крайне важно.

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

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

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

Алексей Тимофеев. Игорь, о рациональности стратегий инвесторов.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Алексей, какая еще тематика обсуждалась?

Алексей Тимофеев. Паевые фонды.

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

Уважаемые коллеги, на этом комментарий завершил. Спасибо.

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

Я хочу поблагодарить Владимира за возможность (действительно порой

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

Игорь?

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

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

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

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

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

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

Проверка тестированием

В рамках ежегодной Уральской конференции НАУФОР состоялась сессия «Брокерское тестирование и другие меры по защите интересов инвесторов»

Фотографии Андрей Порубов

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

Плюс мы посмотрим на жалобы. Плюс наш собственный мониторинг.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Вообще регулятор внимательно анализирует международный опыт.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

рост неудовлетворенности и напряженности.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

Но коротко, несколько тезисов я готов высказать.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

возможность участникам в зале задать пару вопросов?

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

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

Алексей Тимофеев. Вопрос ясен.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

На этом я должен сессию завершить.

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

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 инвестиционная 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 нанимать 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 назваться 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 расплываться 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 российский магазин, 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 предварительно 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-линк) 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 юрилице 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 юрилица. Если ей кажется, что более эффективна организация бизнеса в рамках отдельных юрилиц — 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 — удвоение 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 экономику. 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, комиссия 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 удвоении, мне кажется, не вполне справедливо. Но то, что отношения должны быть прозрачными — это факт. Тогда само обсуждение того, что где удвоилось, 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 перекосяк в сторону брокерских счетов. Но без стандартных стратегий этот перекосяк 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 ПИФ 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 неаккредитованным 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 обеих [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 понравились 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 сопнирывать. 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.

Иракий 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 Викторовича.

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 нелегальной 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 станет 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 движемся 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. □

Перечень материалов, опубликованных в «Вестнике НАУФОР» в 2021 году

Интервью

Алымова Н. Здоровые финансы — это как здоровое питание (9-10)
 Амброжевич Т. На гребне волатильности (2)
 Бушуев А. Искусство сопровождать фонды (11)
 Васильев П. Структура риска (1)
 Васильев С. Управлять триллионами (4)
 Гнедовский А. Путем органического роста (2)
 Голосов Э. Бескрайний мир инвестиций (3)
 Денисов Ю. Углубление вселенной (5-6)
 Исаев И. Длинная стратегия лучше (7-8)
 Исаков В. Инвестор в шоколаде (9-10)
 Климова М. Риск как он есть (5-6)
 Коган Е. Делай, как я (3)
 Кречотень В. Весь мир на счете (1)
 Малетин М. Объединяющая платформа (7-8)
 Маслов Ю. Индустрия советов (11)
 Сагдиев А. В премиальном сегменте (12)
 Шабанов М. Обязательства по защите (9-10)
 Швайковский Н. Закрывать все ниши (4)
 Халитова Л. Формировать и стимулировать (3)

Круглые столы НАУФОР

Локально и глобально (3)
 Что означает сомнение (2)

Конференции

Онлайн-конференция НАУФОР «Инвестиционное консультирование: актуальные вопросы индустрии».
 Установление бизнеса (1)
 Конференция НАУФОР «Российский фондовый рынок».
 Защита розничных инвесторов (4)
 Конференция НАУФОР «Российский фондовый рынок»
 Диалог об инвесторе (5-6)
 Дорогое реноме (5-6)

Конференция НАУФОР для управляющих компаний и специализированных депозитариев «Рынок коллективных инвестиций-2021»
 Вызовы и трансформации (7-8)
 Умная линейка (7-8)
 Требования vs правила (7-8)
 Поверх барьеров (7-8)
 Совместная онлайн-конференция НАУФОР и Московской биржи «Структурные продукты»
 Перегрузка (11)
 Обошлось без шока (11)
 Уральская конференция НАУФОР «Российский фондовый рынок»
 Достройка (12)
 Проверка тестированием (12)
 За лучшее исполнение (12)
 Плюрализм деталей (12)
 Без карфагенов (12)

Статьи

Жизнь на свои (2)
 Есаулкова Т. СДК «Гарант» выходит в онлайн (5-6)
 Савушкин А. Не наказывать, но исправить (9-10)
 Слюсарева И. Устойчиво низко (1)
 Суворов Г. Ловец изменений (9-10)
 Шашенков М. Мысли с востока (3)
 Коновалов В. Затишье перед выборами (1)
 Коновалов В. Отыграли половину (2)
 Коновалов В. Все-таки вверх (3)
 Коновалов В. Стабильность на снижении (4)
 Коновалов В. В ожидании встречи (5-6)
 Коновалов В. Сдержанно вверх (7-8)
 Коновалов В. Рекалибровка (9-10)
 Коновалов В. Недолгая коррекция (11)
 Коновалов В. Центробанки и «омикрон» (12)

Подробнее

К защите инвестора (1)

Мероприятия

Пробное тестирование (4)
 Устойчивость. Благополучие. Гайдаровский форум 2021 (2)
 Среди лучших. Элита фондового рынка (11) □



Виктор Коновалов
заместитель директора «Интерфакс-ЦЭА»

Центробанки и «омикрон»

РОССИЙСКИЕ АКЦИИ И РУБЛЬ УПАЛИ В НОЯБРЕ НА ФОНЕ ВОЗРОСШИХ ГЕОПОЛИТИЧЕСКИХ РИСКОВ И ВНЕШНЕМИРОВОЙ НЕСТАБИЛЬНОСТИ

Котировки российских акций и рубль продемонстрировали по итогам ноября заметное падение на фоне возросших геополитических рисков, а также нестабильности мировых рынков капитала как на ожиданиях ужесточения денежно-кредитной политики мировыми центробанками для борьбы с инфляцией, так и вследствие обнаружения нового штамма коронавирусной инфекции «омикрон».

Индекс РТС упал за месяц на 10,7% - до 1645,81 пункта, а снижение индекса МосБиржи за счет обесценения рубля составило 6,3% (к закрытию торгов 30 ноября индикатор опустился до 3890,59 пунктов).

Боковая динамика индексов РФ в конце второй декады ноября сменилась падением

Российский рынок акций в течение первой праздничной недели ноября консолидировался в боковом диапазоне (4150-4250 пунктов по индексу МосБиржи) на неоднозначном внешнем фоне, сложившемся после заседаний Федрезерва США и нефтяного альянса ОПЕК+. ФРС ожидаемо сохранила

процентную ставку по федеральным кредитным средствам (federal funds rate) в диапазоне 0-0,25% годовых и сообщила, что уменьшит объемы выкупа активов в ноябре на 15 млрд долларов, а также ускорит темпы сокращения программы в декабре. Председатель Федрезерва Джером Пауэлл по итогам заседания заявил, что пока рано говорить о повышении базовой процентной ставки, американский ЦБ готов проявить терпение, выбирая момент ее подъема. На этих новостях мировые фондовые площадки, в том числе российские индексы, умеренно подросли.

Вместе с тем подешевели акции «ФосАгро» и «Акрона» после известий, что правительство

России приняло решение ограничить экспорт азотных и сложных удобрений сроком на полгода, о чем сообщил премьер-министр страны Михаил Мишустин на заседании правительства. Согласно подготовленному постановлению правительства, ограничения на вывоз удобрений будут действовать с 1 декабря 2021 года по 31 мая 2022 года.

В конце первой декады месяца негативное влияние на мировые рынки капитала оказала статистика об ускорении американской производственной инфляции в октябре. Цены производителей в США (индекс PPI) в октябре выросли на 0,6% после роста на 0,5% в сентябре и поднялись на 8,6% в годовом выражении. Индекс МосБиржи на негативном внешнем фоне откатился ниже 4190 пунктов; при этом выросли акции металлургических компаний во главе с ценными бумагами «Русала» в преддверии их включения в индекс MSCI Russia.

Потребительская инфляция (индекс CPI) в Китае в октябре ускорилась до 1,5% (максимум с сентября 2020 года) из-за повышения стоимости непродовольственной продукции. Эксперты прогнозировали инфляцию на уровне 1,4% после роста на 0,7% в сентябре. В США потребительские цены в октябре выросли на 6,2% в годовом

выражении при прогнозах роста на 5,9% после сентябрьских 5,4%. Рост CPI к сентябрю составил 0,9%, при ожидавшемся повышении на 0,6% после роста на 0,4% месяцем ранее. Эти данные подогрели ожидания скорого ужесточения монетарной политики центробанками этих двух стран, что негативно сказалось на динамике всех рискованных активов.

Вместе с тем подскочили акции «Квадры» (+22,2% и +10,6% «префы»); капитализация компании превысила 18,78 млрд рублей) после известий, что стоимость 100% акций общества составляет 32,8 млрд рублей, о чем говорилось в отчете об оценке, проведенной PwC.

Большую часть второй декады месяца российский рынок акций также провел в боковике, но на этот раз диапазон колебаний оказался чуть ниже, чем в первой декаде ноября — 4100-4150 пунктов по индексу МосБиржи. Рынок акций РФ 11 ноября сумел скорректироваться вверх вместе с нефтью (Brent поднялась к 83 долларам за баррель), металлами и золотом — индекс МосБиржи поднялся к 4190 пунктам. Лидерами роста выступили раллировавшие без новостей акции «Сургутнефтегаза» (+18,5% — рекордный рост с осени 2008 года), причем обороты по ним достигли максимума

с конца марта прошлого года (10 млрд рублей).

Однако уже на следующий день, 12 ноября, рынок возобновил снижение вслед за нефтью, причем возросли распродажи акций нефтегазового сектора во главе с «Газпромом». Тем не менее, продолжилось ралли ценных бумаг «Сургутнефтегаза» (+11,8%) при рекордных оборотах (более 37 млрд рублей). Индекс МосБиржи откатился в район 4120 пунктов, индекс РТС упал ниже 1800 пунктов, в то время как внешние фондовые площадки сохраняли умеренный оптимизм.

В середине ноября рынок акций РФ попытался скорректироваться вверх благодаря позитивным сигналам с внешних фондовых площадок и ослаблению геополитической напряженности, однако подъем сдерживался снижением нефти. Нефть была под давлением новостей, что администрация президента США Байдена, рассматривающая возможность продажи нефти из стратегического резерва (Strategic Petroleum Reserve, SPR), пытается привлечь к аналогичным действиям Китай. Заметно упали в цене акции «Мечела» на фоне отчетности компании. «Мечел» за 9 месяцев 2021 года снизил объем добычи угля на 37% в годовом выражении (до 8,554 млн тонн). Продажи концентрата коксую-

щегося угля в III квартале сократились на 30% в связи со снижением добычи угля на разрезе «Нерюнгринский». Чистая прибыль компании в III квартале упала на 11% ко II кварталу (до 21,3 млрд рублей).

Совет директоров «Газпром нефти» рекомендовал дивиденды за 9 месяцев 2021 года в размере 40 рублей на обыкновенную акцию (дата закрытия реестра акционеров под дивиденды — 28 декабря). При этом чистая прибыль компании по МСФО в III квартале выросла на 5% ко II кварталу (до 139,7 млрд рублей), за 9 месяцев прибыль выросла в 10 раз — до 357 млрд рублей.

Тенденция к устойчивому снижению российских акций сформировалась 19 ноября под давлением массовых распродаж из-за геополитической напряженности вокруг России и смешанных сигналов с внешних фондовых площадок. Западные СМИ сообщили со ссылкой на данные разведки США о «возможном вторжении РФ на Украину» в начале 2022 года. Также неясной для всего рынка стала ситуация с долгами «Роснано» и временной приостановкой торгов ее облигациями 19 ноября на «Московской бирже» из-за проведенной компанией встречи с кредиторами и крупными держателями облигаций, где обсуждались «возможные сценарии реструктуризации в интересах кредиторов».

В дальнейшем дополнительное давление как на российский рынок акций, так и на все мировые фондовые площадки стали оказывать сообщения о новых локдаунах. Так, в Австрии с 22 ноября был объявлен общенациональный локдаун; в свою очередь Германия заявила о возможности введения аналогичных мер из-за ухудшения ситуации с заболеваемостью в стране и в соседней Австрии.

Пик падения российского рынка акций пришелся на 26 ноября, когда индекс МосБиржи всего за один день снизился на 3,5%, а потери индекса

РТС составили 4,6%. В итоге рынок обвалился к уровням лета на фоне общемирового падения фондовых площадок и рухнувшей нефти из-за опасений замедления восстановления мировой экономики в условиях роста заболеваемости COVID-19 в Европе и обнаружения нового штамма коронавируса в Южной Африке. По мнению аналитиков, основной риск состоит в том, что эффективность существующих вакцин против данного варианта COVID-19 («омикрон») может оказаться заметно ниже, чем для ранее обнаруженных штаммов. В этом случае мировая экономика становится крайне уязвимой и все достижения массовой вакцинации сходят на нет. Первой на возникшую угрозу отреагировала падением нефть (котировки Brent и WTI 26 ноября упали на 11,5–13%), реакция остальных рынков также была крайне негативной.

В последние два торговых дня ноября рынку акций РФ удалось немного скорректироваться вверх, но в целом это движение не сильно изменило негативные итоги месяца.

Рубль упал к доллару и евро на фоне возросших геополитических рисков и обвала нефти

Российский рубль заметно снизился по отношению к доллару США и евро в ноябре, негативно отреагировав как на возросшие геополитические риски, так и на обвал нефтяных цен, зафиксированных в третьей декаде месяца. По итогам ноября доллар вырос на торгах «Московской биржи» на 3,1 рубля (+4,4%), до 74,06 руб./1 доллар. При этом евро прибавил за месяц почти 2 рубля (+2,4%) и оказался в районе 83,9 руб./EUR1.

Тенденция к ослаблению рубля сформировалась в самом начале месяца. Данные о существенном замедлении темпов экономического роста в США заставили участников рынков сомневаться в том, что ФРС решится приступить к сворачиванию

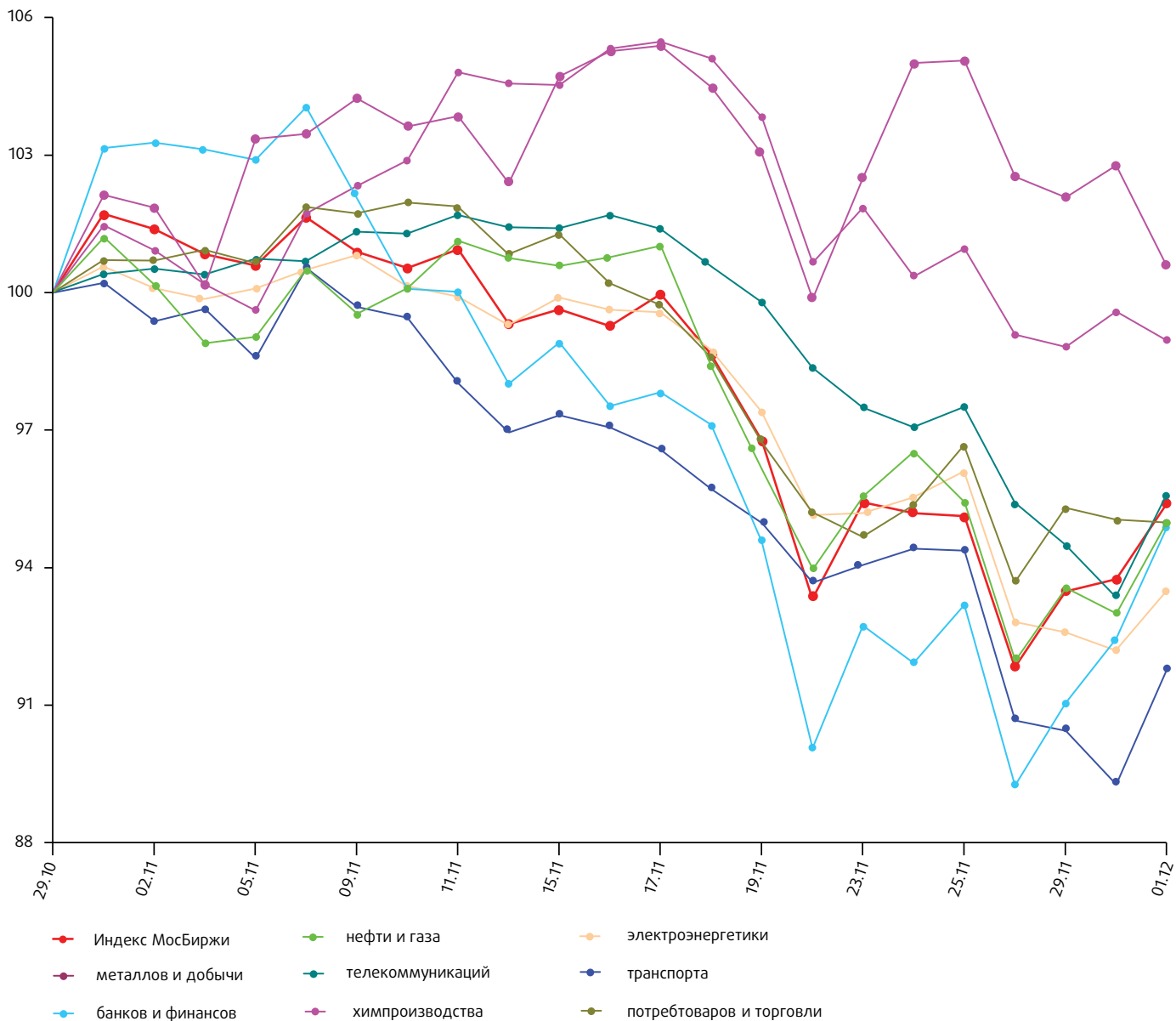
программы выкупа активов именно на ноябрьском заседании. Согласно предварительным данным американского министерства торговли, экономика США в III квартале 2021 года увеличилась всего на 2% в пересчете на годовые темпы. Результат оказался хуже среднего прогноза аналитиков, опрошенных Trading Economics, на уровне 2,7%. Темпы экономического роста в США в III квартале существенно замедлились по сравнению со II кварталом, когда они составили 6,7% в годовом выражении. Распространение штамма COVID-19 «дельта», проблемы в глобальных цепочках поставок, нехватка сырьевых товаров и рабочей силы, а также повышение цен на многие виды товаров ограничило активность как в промышленном, так и в потребительском секторе.

В свою очередь председатель Европейского Центробанка Кристин Лагард заявила, что «очень маловероятно», что ситуация в экономике еврозоны позволит ЕЦБ поднять базовую процентную ставку в следующем году. «Несмотря на то, что сейчас мы видим усиление инфляции в еврозоне, инфляционный прогноз на среднесрочную перспективу остается сдержанным, и, таким образом, очень маловероятно, что все три условия будут выполнены в следующем году», — отметила Лагард.

Рубль сумел подрасти к доллару и евро 5 ноября, отыграв часть предыдущих потерь. Укрепление нацвалюты было обусловлено позитивными сигналами с мировых рынков капитала, прежде всего с нефтяных площадок, где после локальной просадки возобновился рост нефтяных цен. Кроме того, поддержку рублю оказала позитивная реакция глобальных инвесторов на итоги заседания ФРС США, которые были выдержаны в более «голубиных» тонах, нежели прогнозировали аналитики.

Новая волна обесценения нацвалюты накрыла внутренний валютный

Рисунок. Динамика сводного и отраслевых фондовых индексов ММВБ



рынок 10 ноября. При этом доллар укрепился к большинству мировых валют после публикации статистических данных, показавших существенное ускорение инфляции в США, и заявлений президента страны Байдена, подчеркнувшего, что его важнейшим приоритетом является именно борьба с инфляцией. «Сегодняшний отчет об инфляции говорит о росте цен за последний месяц. Инфляция бьет по карманам американцев, и важнейший для меня приоритет — изменить направление этой тенденции», — говорилось в заявлении Байдена, распространенном Белым домом.

В дальнейшем рубль продолжил слабеть в обеих валютных парах — участники рынка отыгрывали высокую вероятность ужесточения монетарной политики ФРС в ответ на рост инфляции, заявления некоторых представителей регулятора относительно сроков повышения ставок и объемов сокращения выкупа активов, а также падение нефти. Кроме того, давление на рубль стали оказывать новости на геополитическую тематику. В частности, беспокойство участников рынка вызвали сообщения западных СМИ о перемещении российских войск у границы с Украиной и что США предупредили коллег из ЕС о якобы планируемом вторжении России на Украину. Тем временем, президент РФ Путин заявил, что ни Россия, ни российские авиакомпании не связаны с миграционным кризисом, который сложился на западных границах Белоруссии.

В середине месяца рубль сумел частично отыграть потери, вызванные усилением геополитических рисков. Снижению напряженности способствовало, в том числе, заявление президента Владимира Путина, что Россия не намерена нагнетать обстановку, даже несмотря на незапланированные учения НАТО в акватории Черного моря. Спросу глобальных инвесторов на риск способствовала

также информация, что президент США Байден подписал закон, предусматривающий выделение 1,2 трлн долларов на инфраструктурные проекты.

Ближе к концу второй декады ноября рубль возобновил снижение к доллару и евро под давлением вновь вышедших на первый план геополитических факторов. Президент Путин обвинил Запад в обострении ситуации и в поверхностном отношении к предупреждениям России не переходить «красные линии». В свою очередь конгрессмены Стив Коэн и Джо Уилсон внесли в Палату представителей Конгресса США предложение не признавать Владимира Путина главой российского государства, если он решит баллотироваться на новый срок в 2024 году. В Кремле назвали беспрецедентной данную инициативу конгрессменов США. По словам пресс-секретаря российского лидера Дмитрия Пескова, документ является демонстрацией того, что США официально вмешиваются во внутренние дела других государств.

Наибольшие же потери рубль понес в третьей декаде месяца на фоне общемирового бегства инвесторов из рискованных активов, связанного с обнаружением нового опасного штамма коронавируса в Южной Африке, что вызвало также обвал нефти. Мировые цены на нефть обвалились в конце ноября до минимальных отметок с начала сентября — в район 70 долларов за баррель сорта Brent — на фоне тревог по поводу ослабления спроса на энергоносители.

Штамм COVID-19, получивший во Всемирной организации здравоохранения обозначение «омикрон», был выявлен в конце ноября на юге Африки. Специалисты считают, что он может представлять угрозу, так как распространяется гораздо быстрее, чем другие штаммы, которые выявляли ученые за период пандемии, и со-

держит большое количество мутаций. ВОЗ сообщила о подготовке экстренного заседания для обсуждения нового штамма и эффективности применения против него существующих способов лечения, а также вакцин от COVID-19. □