

# Наука доверия

**В РАМКАХ ЕЖЕГОДНОЙ КОНФЕРЕНЦИИ «РОССИЙСКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК 2019», КОТОРАЯ БЫЛА ПРОВЕДЕНА В МОСКВЕ 21-22 МАЯ, СОСТОЯЛАСЬ СЕССИЯ «ИНДУСТРИЯ И ИНФРАСТРУКТУРА. ПРИОРИТЕТЫ РЕГУЛЯТИВНОЙ ПОЛИТИКИ»**

Фотографии Павел Перов, Максим Стулов

Участники: Анатолий Аксаков (председатель комитета Госдумы РФ по финансовому рынку); Александр Волошин (председатель Правления АЦ «Форум»); Николай Журавлёв (первый заместитель председателя комитета Совета Федерации РФ по бюджету и финансовым рынкам); Алексей Моисеев (заместитель министра финансов РФ); Сергей Швецов (первый заместитель председателя Банка России).

Модератор: Олег Вьюгин (председатель совета директоров НАУФОР, председатель наблюдательного совета ПАО «Московская Биржа»).

**Олег Вьюгин.** Доброе утро, уважаемые участники конференции! Конференция организована НАУФОР при поддержке НФА. Она проводится ежегодно и посвящена конкретным проблемам фондового рынка. Позвольте мне после короткого приветствия представить участников панели. Анатолий Аксаков, Алексей Моисеев, Сергей Швецов, Александр Волошин, Николай Журавлев — значимые люди, через которых, по сути, проходят все решения, определяющие деятельность фондового рынка и нашу с вами деятельность.

Прежде чем переходить к конкретной дискуссии, хочу напомнить, что после завершения этой панели состоится встреча с председателем Центрального банка Эльвирой Сахипзадовой Набиуллиной в виде ответов на вопросы и обсуждения некоторых актуальных тем.

Хотел бы начать с того, что в последнее время достаточно примечательным явлением на фондовом рынке стал приход на него розничных инвесторов. Некоторые количественные показатели, связанные с характеристиками деятельности розничного инвестора, достаточно быстро и сильно выросли. Этот феномен достаточно важен. Участие граждан в деятельности фондового рынка, в инвестировании — ключевой момент вообще для будущего. Хотя есть еще и другая часть — институциональные инвесторы, позже мы к ним тоже обратимся, но пока мне хочется развить тему розницы.

Первый вопрос такой: не рано ли пить шампанское? Мы сейчас говорим, что процесс пошел. Значит ли это, что можно расслабиться, поскольку люди сами придут, принесут деньги — и появится альтернатива депозиту.



Сразу возникает и второй вопрос: почему вдруг эти люди появились, ведь раньше их не было? Что-то сделала индустрия? Что-то изменилось вообще в экономической ситуации и в политике? Может, подросли молодые люди, которые совершенно по-иному хотят распоряжаться своими, даже небольшими деньгами?

Ну, и наконец, третий, самый главный вопрос: что нужно делать? Расслабляться точно не надо, надо что-то делать. Наверное, надо делать то, что уже намечено. В частности, развивать ИИСы. Проводить категоризацию инвесторов, которая может сильно повлиять на то, как потребители будут защищены на этом рынке.

Наверняка, есть еще вопросы. Я их не хочу сейчас перечислять, уверен, коллеги сами выберут то, что им кажется актуальным. Предлагаю сейчас попробовать на эти вопросы ответить. И, может быть, предлагаю это сделать любому участнику панели, который хочет сказать по существу. Вот такой формат, я хочу не адресовать вопросы конкретно, а поставить их в целом; каждый из участников по этим вопросам может высказаться. Все-таки первое слово я бы предоставил Сергею Анатольевичу Швецову, для как бы разогрева.

**Сергей Швецов.** Олег Вячеславович, спасибо. Прежде всего, хотел бы поблагодарить НФА и НАУФОР за то, что нашли в себе силы создать единую конферен-

цию. Это очень важно: консолидация саморегулирования на фондовом рынке как фактор развития этого сегмента. Фактически это второй опыт. В прошлом году был первый опыт, думаю, что так будет и дальше. Мы эту консолидацию приветствуем.

Развитие российского фондового рынка, его ренессанс, скажем так, который мы сегодня переживаем, связан и с субъективными, и с объективными обстоятельствами. Программу развития мы начали обсуждать в 2013 году. После этого появились ИИСы, денежно-кредитная политика стабилизировала инфляцию на низком уровне, население поверило в низкую инфляцию, поверило в национальную валюту. Мы







видим прирост вкладов в банковской системе, последние десятилетия он шел достаточно хорошо. И, наконец, начали реализовываться наши усилия по тому, чтобы рынок капитала стал обеспечивать финансирование экономики соразмерно с теми объемами, который обеспечивает банковский сектор. За тот период, когда мы реализовывали первые основные направления развития финансового рынка, рынок облигаций значительно вырос. Это уже не просто рынок государственных ценных бумаг, это также источник привлечения средств и субъектами федерации, и корпорациями. Плюс к этому, хотя ОФЗН не совсем рыночный инструмент, но, тем не менее, премия, которая в него за-

ложена, привлекает внимание граждан к рынку облигаций.

Плюс конъюнктурные моменты. Высокая реальная доходность на рынке облигаций связана с повышенными взносами банков в систему страхования вкладов, что работает на уменьшение ставок по депозитам (потому что объективно взносы в АСВ — это часть стоимости привлечения денежных средств населения в депозиты). Вот это все в совокупности создало разницу между процентными ставками по вкладам и на рынке облигаций. Плюс к этому ставки по вкладам за последние кварталы достаточно сильно снизились, в то время как номинальный аппетит к доходности у населения

остался на прежнем уровне. Этот аппетит может быть реализован на рынке облигаций, где не нужно залезать в рискованные истории: там есть эмитенты с хорошим рейтингом (включая такого эмитента, как сам Минфин).

Плюс к этому люди поняли, что игра с дюрацией иногда дает достаточно хороший эффект. Вклады — это выгодные инвестиции до трех лет, хорошие ставки на более длительные сроки банки дают очень аккуратно. В то время как на рынке облигаций можно взять позицию на много лет и в случае ожидаемого движения процентных ставок заработать хорошие годовые за короткий срок. Вот это все осознание постепенно проявляется на рынке.

Плюс, конечно, само брокерское сообщество делает колоссальные усилия, чтобы доводить эту информацию до населения, вовлекать население в инвестиции на рынке облигаций. Поэтому результат заслуженный, не случайный. Я считаю, что мы находимся не в середине, а в самом начале этого пути. Облигации как органическая ступенька к рынку акций — это очень здоровый и хороший эффект.

Хотел бы сказать несколько слов о том, как модифицируется брокерская услуга и как регулятор вообще видит роль брокеров в цепочке создания стоимости. Раньше фондовый рынок был узким, с небольшим количеством участников; брокерский сервис для потребителя был, наверное, единственной возможностью совершить сделку. Технологии многое поменяли. Во многих странах реализован прямой доступ инвестора на биржи, сама концентрация торговли на биржах, на электронных площадках сегодня никого не удивляет. И классическая брокерская услуга посредничества при заключении сделки, наверное, уже не уникальна.

Брокерская услуга будет все больше и больше модифицироваться в сторону финансового консультирования, создания долгосрочных отношений с инвестором, создания для инвестора комфортных условий не только в приобретении финансового актива, но и в понимании сути инвестиционного портфеля, его содержания, его видоизменения под потребности клиента. И роботизированные решения, и индивидуальные решения здесь очень сильно приветствуются. Фондовый рынок становится экстерриториальным. Это совершенно другая финансовая доступность, это доступ на рынок в один клик. На «Московской Бирже» появилась возможность выбирать брокера, на маркетплейсе будет реализована покупка ценных бумаг со стратегией «купил – удерживай до погашения». Это очень простые вещи, которые будут вовлекать

население в более сложные операции, чем вклады в банках. Поэтому перспективы достаточно неплохие.

Я думаю, что мы много сейчас будем говорить о том, как должны быть реконфигурированы ИИСы, и стоит ли покупать иностранные ценные бумаги. Но в целом ситуация именно такая. Поэтому брокеры, которые видят свое будущее на фондовом рынке, должны, с моей точки зрения, заботиться именно о долгосрочных отношениях с клиентом, о создании для клиента среды, в которой тот может совершать сделки на финансовом рынке просто и понятно.

Центральный банк, продвигая идею разделения инвесторов по их благосостоянию и степени погруженности в азы финансового рынка, не предлагает промоутировать инвестиции с плечом, какие-то сложные инструменты. Потому что сегодняшние потребности инвесторов в значительной степени реализовываются с помощью простых финансовых инструментов. Мы считаем, что лучше иметь много клиентов и предлагать им простые стратегии, чем пытаться вовлечь клиентов в сложные операции. Да, возможно, брокерская комиссия при высокой торговой активности будет больше. Но поможет ли это реализации задачи появления на фондовом рынке новых миллионов инвесторов — большой вопрос. Поэтому давайте будем осторожны, давайте не будем сегодня выкапывать картошку, которую посадили позавчера и вчера она дала первые всходы. Давайте все-таки действовать постепенно, несколько усложняя стратегии по мере появления у клиента соответствующей потребности, необходимых знаний и аппетита к риску. Когда у инвестора появится внутреннее ощущение, что он готов попробовать что-то более сложное и более доходное.

**Олег Вьюгин.** Спасибо. Все-таки Сергей Швецов сделал акцент на том, что произошло много позитивного. И оно будет происходить и дальше, если посредники

будут себя вести правильно, честно и разумно. То есть, не стремиться краткосрочно заработать на наивных инвесторах, а пытаться выстроить с ними долгосрочные отношения. Эта мысль явно прозвучала.

Но все-таки я бы хотел сказать, что ставки по инструментам с фиксированной доходностью сейчас действительно хороши — по сравнению и с уровнем инфляции, и с доходностью банковских депозитов. Но бесконечно так продолжаться не будет. Все-таки возможны и другие решения, которые лежат на стороне регулирования и законодательства. Предлагаю высказаться по этому поводу Анатолию Аксакову и Алексею Моисееву.

**Анатолий Аксаков.** Добрый день. Я тоже хотел поблагодарить НАУФОР и НФА за организацию конференции. Пожелание в следующем году все-таки ее организовать в «Ритце», тогда из здания Государственной Думы можно перейти через переход и успеть на пленарку, которая сегодня начинается в 12 часов.

Парламент, я считаю, очень активно взаимодействует с рынком. В прошлом году принят закон по упрощению эмиссии, он скоро вступит в действие. Сейчас мы активно работаем по ИИСам. Нас интересует второй тип ИИСов, поскольку по первому идет довольно бурный рост. Олег Вячеславович об этом сказал, 46% рост имел место в прошлом году. Но мы хотели бы, чтобы активно был задействован также второй тип, поэтому ставим вопросы об увеличении суммы инвестиции по счету этого типа, о возможности частичного использования средств на этих счетах. Уже давно лежит закон, связанный со страхованием ИИС, и сейчас мы склоняемся к тому, чтобы все-таки принять его, конечно, посоветовавшись с рынком. И распространить страхование только на второй тип ИИС для того, чтобы опять же простимулировать инвестиции через это направление.

Далее, категоризация инвесторов, о которой говорил Олег Вячеславович. Это

закон, наоборот, вызвал озабоченности у рынка. Мы провели, можно сказать, нулевые чтения, пообщались с рынком. Заключение, которое комитет утвердил на своем заседании при рассмотрении этого законопроекта в первом чтении, учитывает критику рынка. Мы считаем, что закон будет взвешенным: он, с одной стороны, защитит инвесторов, прежде всего, неквалифицированных, особо защищенных. Но при этом мы предусматриваем и расширение перечня инструментов, в которые могут быть инвестированы средства, в том числе, неквалифицированных инвесторов. Многие вещи прописаны с учетом интересов рынка, сейчас не буду говорить подробно. В заключении комитета многие вопросы уже отражены.

Следом идет законопроект о маркетплейсе. Мы знаем, что на него есть положительное заключение. Мы его уже на следующей неделе также рассмотрим в первом чтении.

Закон о цифровых финансовых активах подвис. Раскрою секрет. Вы знаете, что решения FATF требуют, чтобы наша сторона урегулировала вопросы, связанные с биткоинами и так далее. Мы хотели этот вопрос, скажем так, обойти, поскольку была определенная позиция Центрального банка. Но сейчас мы определенным образом все-таки (либо в самом законе о цифровых финансовых активах, либо отдельным законопроектом, но они пойдут вместе) пропишем нормы, которые будут определять требования к этим криптоинструментам, которые активно сейчас используются, в том числе на российском рынке.

Есть еще ряд законодательных инициатив. Я на них, может быть, позже остановлюсь. Но мы считаем, что тренд, который сейчас есть на рынке, надо сохранить. Решения, в том числе по категоризации, должны защищать инвесторов, но при этом не должны останавливать работу на рынке, не должны создавать искусственные административные проблемы процессу привлечения инвесторов на фондовый рынок.

**Олег Вьюгин.** Спасибо. Теперь хочу дать слово Алексею Моисееву. Вопросы те же, но добавлю еще один по ходу возникшей дискуссии. Что все-таки важнее для развития рынка именно розничных инвесторов — деятельность посредников или же законодательство и регулирование? Сложно ответить однозначно, но мне кажется, что в вопросе есть смысл. Что именно мы не сделали? Мы не довершили законодательство? Или все-таки сейчас большая ответственность за развитие рынка лежит именно на посредниках?

Сергей Швецов сказал, что большую роль сыграло упрощение доступа на рынок для тех, кто действительно активно интересуется этим рынком, а их оказалось много. На мой взгляд, это очень важно, потому что есть примеры, когда некоторые банки и брокеры создали системы достаточно простого, понятного доступа на рынок для розничных инвесторов. Алексей, как вы думаете?

**Алексей Моисеев.** Да, спасибо большое. Если можно, начну отвечать на вопросы в порядке, в котором они задавались. И начну с первого вопроса, который вы предложили всем участникам.

Причина прихода большого количества инвесторов, которое мы действительно видели в последнее время, мне представляется троякой. Конечно, во-первых, повлияла макроэкономическая стабилизация, во-вторых, значительное уменьшение привлекательности альтернатив фондовому рынку (в первую очередь здесь говорилось о депозитах). Ставки по депозитам сейчас таковы, что у людей уже не захватывает дух. Вот когда ставки по депозитам или по облигациям ФЗ составляли 12%, они, безусловно, захватывали дух. Сейчас мы говорим про 8, максимум 9%, это совсем немного. В депозитах ситуация и того менее радостная, это заставляет людей думать.

Кроме того, если помните, пару лет назад все были увлечены биткоином. Все ожидали, что эта пирамида будет рас-

кручиваться дальше, но не получилось. Поэтому для российского фондового рынка в очередной раз настала ситуация, когда он является единственной возможностью заработать немножко больший доход, чем это можно сделать на других рынках.

Граждане России, естественно, уверены, что могут построить себе инвестиционную стратегию, которая даст им высокий возврат. Это в какой-то степени хорошо, потому что генерирует интерес к фондовому рынку, а чтобы люди не делали опрометчивых вещей, досогласовывается законопроект, о котором сказал Анатолий Геннадьевич. Но не это главное, на мой взгляд.

А чтобы понять главное, давайте вспомним начало 2000-х годов. Макроэкономическая стабилизация к концу 1999 года уже была достигнута. И потом был период паузы в течение примерно трех лет; интерес к российским акциям возник позже, ближе к 2003 году. То есть прошел большой период времени между моментом стабилизации и началом раскрутки российского фондового рынка. Тогда было принято много решений, направленных на защиту прав инвесторов. Безусловно, это тоже сыграло свою роль.

Конечно, роль драйверов тогда сыграли иностранные инвесторы, жадные до добычи в виде высоких доходов на развивающемся рынке. Они, купив сначала все еврооблигации, а потом все ОФЗ, пошли потом на российский фондовый рынок. Это сыграло, конечно, колоссальную роль.

Как вы знаете, сейчас обсуждается значительное восстановление интереса иностранных инвесторов к рынку ОФЗ. Сложно пока сказать, с чем это связано, есть разные точки зрения на этот вопрос. Но действительно ОФЗ сейчас, наверное, уникальный в мире инструмент, когда валюта, в которой эти инструменты номинированы, отличается значительно более низкой, чем у конкурентов, волатильностью, а с другой стороны,

доходность остается довольно высокой. Так или иначе, размещения ОФЗ показывают рекорды, которых никогда до этого не происходило, даже в лучшие годы. Поэтому, мне кажется, что пазл потихонечку начинает складываться.

Мы видим, с одной стороны, уверенность людей в макроэкономической стабилизации. Если помните, в 2017 году нефть стоила в какой-то момент 20 долларов; и был период, когда она стоила 26–27 долларов. Несмотря на это, не было ни кризиса, ни значительной девальвации рубля, ничего такого. Это, конечно, важный фактор, он обеспечивает стабильность. Это первое.

Второе: многие принятые уже законы и нормативные акты Центрального банка защищают инвесторов довольно хорошо.

Третье: появляются новые инструменты. ИИС — один из них, о нем сейчас скажу немножко поподробнее.

Ну, и четвертое — это то, что наши инвесторы начинают присматриваться к фондовому рынку ввиду отсутствия альтернатив, которые могли бы дать такой быстрый и высокий доход, как у нас принято хотеть.

Поэтому, я думаю, мы сейчас находимся в моменте начала старта. И если не будет никаких новых шоков, то с рынком будет все хорошо, он будет показывать рост как по объемам, так и по котировкам довольно уверенно в течение нескольких предстоящих лет. Надеюсь, я не сказал ничего, что могло бы рассматриваться как нарушение закона об инсайте.

Что касается ИИСов. Конечно, ИИСы, особенно первого типа — это инструмент, который нам никогда не нравился. Точнее, сам ИИС нам нравится, но не очень нравится... Давайте я их разделю. Нам никогда не нравился ИИС первого типа. Потому что это некий кредит на получение дохода, который еще не получен. Тем не менее, хочу обратить внимание на то, что это позволило нам провести интересный эксперимент.

Несколько лет назад обсуждался тезис, что для того, чтобы заинтересовать людей налоговыми вычетами, надо повысить налог до 35%. Вот когда ставка будет 35%, тогда вычеты будут людей интересовать, а налог в 13% никого не интересует. Оказалось, что это неправда, что налоговый вычет в 13% людей интересует, они принимают решение в пользу того, чтобы этими вычетами пользоваться, и инструменты, которые дают возможность таких вычетов, у себя в портфеле иметь.

Это очень важный для нас вывод, конечно. Потому что мы при разработке других инструментов понимаем теперь, что наш главный инструмент с точки зрения стимулирования — это, безусловно, вычет по НДФЛ. И если этот вычет действительно, как мы видим по ИИС, является значимым, то это очень хорошо, потому что это дает возможность стимулировать те направления инвестиций, которые нам кажутся наиболее привлекательными.

Тем не менее, все-таки я считаю, что ИИС первого типа — инструмент для старта, чтобы людей привлечь в этот инструмент. Надо от него потихонечку уходить. Я думаю, такая дискуссия уже началась. Мы, конечно, не будем запрещать это задним числом, но общее направление такое. Дискуссия о том, как и когда этот инструмент начать сокращать, уже началась, в течение года она пройдет, и к какому-то решению мы придем.

Еще раз повторяю, мы будем делать это очень аккуратно и плавно, чтобы не нанести ущерб никому из тех людей, которые уже инвестировали. И, конечно, нельзя просто закрыть. Мы должны дать что-то взамен.

Вот Анатолий Геннадьевич уже начал дискуссии по поводу ИИС второго типа. Анатолий Геннадьевич, на мой взгляд, надо дискуссии провести на вашей площадке, на моей, на площадке Сергея Анатольевича. Не хочу в это углубляться, но вопрос надо обсудить.

В моем понимании постепенный отход от ИИС первого типа должен сопровождаться усовершенствованием и улучшением того, что мы предлагаем для граждан по ИИС второго типа. Мы здесь должны какой-то баланс выдерживать. Не хочу сейчас давать конкретные предложения, потому что они пока еще ни с кем не согласованы и никак не отработаны.

Относительно вопроса Олега Вячеславовича, что важнее: брокер или регулирование брокеров? Я это разделить не могу. Я бы сказал, что важно, чтобы и регулирование брокеров было разумным, и чтобы брокеры это регулирование выполняли. Понятно, что регулирование должно развиваться. Одна из проблем, которые продолжают беспокоить — это, конечно, разделение на квалов/неквалов, об этом здесь уже говорили. Думаю, это будет серьезный фокус на ближайшее время, там нужны серьезные реформы, другие вещи тоже не будем забывать. Думаю, это основное. Спасибо.

**Олег Вьюгин.** Спасибо. На самом деле, я на последний вопрос для себя уже ответил. Конечно, я считаю, что умение выстроить долгосрочные отношения, справедливые и взаимовыгодные — это самое важное для брокера, который хочет жить долго и хорошо.

Итак, что уже было здесь сказано? Макроэкономическая стабилизация — безусловно, очень важный фактор. Поведение посредников нацелено в такой ситуации на то, чтобы устанавливать долгосрочные отношения и развивать этот рынок. По сути, каждый посредник, который действует на этом рынке, развивает его своими действиями, это неизбежно.

По регулированию законодательства: мы услышали, что ИИСы — это способ стимулирования и привлечения, и очень часто нужно что-то стимулировать. Далее, была обсуждена категоризация. Там пока сделано не очень много. Может быть, это и хорошо на самом деле.

В целом пройден большой путь и нужна тонкая настройка.

Продолжение обсуждения этих вопросов теперь адресуется Александру Волошину. В свое время Центр «Форум» под вашим руководством был медиатором по сложным ключевым вопросам развития рынка и сыграл очень большую роль. В то же время сейчас вы можете на ситуацию, которую мы обсуждаем, смотреть немножко независимо. Пожалуйста.

**Александр Волошин.** Спасибо за вопросы. Добрый день, уважаемые коллеги, друзья, товарищи! Спасибо за хорошую оценку.

Аналитический центр «Форум», действительно, это такая площадка, которая позволяет находить взаимодействие между регулятором и участниками рынка. В этой же работе большая роль принадлежит СРО, они активно в этом участвуют и являются полноценными участниками процесса. Как мы понимаем, СРО находятся в разных стадиях своего развития. Одни из них уже сильны, другие пока стоят на ногах не совсем крепко. Но, тем не менее, все они вносят в меру своих сил лепту в налаживание этого взаимодействия.

Год назад в этом же зале мы встречались почти в таком же составе. Хотел бы напомнить, о чем мы тогда говорили. Не для того, чтобы продемонстрировать качество памяти, а чтобы порассуждать о том пути, который мы за это время прошли. Потому что кое-что, кажется, удалось сделать.

Мы говорили тогда о необходимости обеспечить предсказуемость и стабильность регулирования. И предложили Банку России публиковать ежегодный план нормотворческой деятельности. Скажу честно, что, помимо аргументов о предсказуемости политики, я тогда предполагал, что эта мера даст возможность и самому Банку России критически смотреть на свою нормотворческую деятельность, как-то ее систематизировать, оценивать приоритеты, ресурсы на

создание того или иного нового регулирования.

Эльвира Сахипзадовна тогда положительно откликнулась на эту идею. И не только положительно откликнулась, но и реализовала. Хотя, насколько я понимаю, и в самом Центральном банке это происходило не просто, — были и разумные опасения, и возражения. Но, в конечном счете, идея была реализована, и в феврале 2019 года ЦБ впервые опубликовал свой план нормотворческой работы на год.

Что мы видим из этого плана? Мы видим, что регулятор запланировал на этот год принятие 137 нормативных актов, причем 54 из них вытекают из уже принятых законов, остальные 83 — это собственно то, что составляет политику Центрального банка, его инициативу как регулятора в тех рамках, которые очерчены законом.

Для сравнения: в 2017 году Банк России принял 315 нормативных актов, а в 2018 году — 250. То есть обнаружилась довольно явная тенденция к сокращению количества изменений в нормативной среде. Масштаб примерно в два раза, то есть это довольно круто, это серьезное достижение. Мне кажется, стабильность и предсказуемость регулирования — это один из важнейших параметров делового климата, и в целом в экономике, и в данном случае в финансово-банковской сфере.

Это хорошее движение вперед, и мне кажется абсолютно уместным поблагодарить Банк России за этот серьезный прогресс.

Мы понимаем при этом, что регулятор не может на себя брать обязательства не выпускать вообще никаких нормативных актов сверх запланированного. Жизнь сложнее и многообразнее, в ней что-то происходит, и регулятору на это надо реагировать. Но общий контур изменения регулирования виден. И это, безусловно, создает качественно новый уровень доверия между рынком и регулятором. Поэтому хотелось бы

надеяться, что эта практика продолжится, станет ежегодной, регулярной и по качеству тоже будет повышаться. Я уверен, что участники рынка, если не сразу, то постепенно этот прогресс оценят. Поскольку, повторяюсь, предсказуемость и стабильность — важнейший фактор планирования жизни. Я исхожу из того, что бизнес — он умный, он всегда найдет, как себя вести, если будет понимать, что правила игры стабильны и предсказуемы, даже если они ему не очень нравятся.

Еще одна сфера, которая за последний год получила серьезное развитие — это практика общественных консультаций. Мне кажется, что Банк России полностью освоился с этим инструментом. И не только не боится выходить к широкой финансовой общественности с дискуссионными идеями и проектами, но и в целом эта процедура отстроена довольно качественно. Во всяком случае, представляется, что у рынка не остается ощущения предопределенности или неизбежности каких-то решений, недоумения по результатам дискуссии о содержании принимаемых актов. А там, где некое несогласие между рынком и регулятором все же существует, оно и объяснимо, и понятно, и опять же предсказуемо.

Только на нашей площадке Аналитического центра «Форум» за последний год прошло более 20 обсуждений различных консультативных документов Банка России. Наиболее спорные и сложные обсуждались по несколько раз. Что касается обратной связи, то видна хорошая позитивная реакция.

На сайте Банка России размещаются результаты обсуждений, там же отмечается, что учтено/не учтено, приводятся аргументы, почему это так. Важно, что консультативные доклады действительно являются предложением к дискуссии, в результате которой могут быть приняты разные решения, и у участников рынка нет ощущения предопределенности и неизбежности тех или иных решений.



Наиболее яркий пример — консультативный доклад о регулировании учетной инфраструктуры. Как вы помните, в рамках этой дискуссии предлагалось объединить лицензии регистраторов и депозитариев. После всестороннего обсуждения эта реформа была признана нецелесообразной. Мнения участников рынка были услышаны, регулятор сделал выводы, пошел навстречу мнению большинства участников рынка. Абсолютно хороший пример позитивного взаимодействия регулятора и субъектов рынка.

Чтобы двигаться вперед, важно сохранить этот наладившийся дух, про-

явившийся уже дух сотрудничества и взаимопонимания. В этой связи хотел бы сказать о том, о чем мы тоже говорили в прошлом году, но пока это еще не реализовано. О необходимости смелее двигаться в сторону организации процедур оценки регулирующего воздействия. Понятно, что это не простая история, понятны все сомнения и размышления на эту тему. Но это может быть серьезным, хорошим следующим шагом вперед. Мы знаем, что регулятор ведет подготовку к введению этих процедур, и важно, чтобы они были подготовлены качественно. Но, наверное, было бы хорошо, если бы мы двигались

вперед энергичнее. Думаю, что одна из ключевых и актуальнейших задач. Спасибо.

**Олег Вьюгин.** Спасибо. Видно, что острота дискуссий по вопросам развития фондового рынка уменьшилась. Вот такой феномен. И, как Александр Волошин отметил, количество нормативных актов тоже уменьшается. Интересная ситуация, но, наверное, ее можно объяснить.

Я хочу передать слово Николаю Журавлеву. Примерно по тому же кругу вопросов, в основном связанных с розничными инвесторами, пожалуйста, выскажите вашу точку зрения.

**Николай Журавлев.** Спасибо большое. Я традиционно хочу поблагодарить за приглашение и поздравить с тем, что обе ассоциации второй год проводят совместные конференции, это очень хорошо.

Прежде всего я хочу полностью поддержать позицию Сергея Анатольевича Швецова по поводу отношения граждан к фондовому рынку. С одной стороны, мы очень рады, что люди приходят на фондовый рынок, привлекаются новые инвесторы. С другой стороны, мы не должны забывать те реалии, в которых живем: геополитика, санкционное давление. В связи с этим мы видим повышенные риски инвестиций, в первую очередь, для граждан. Одновременно мы видим, что реальные доходы наших граждан падают. Соответственно, мы как законодатели не можем в такой ситуации подвергать граждан избыточному риску. Нельзя мотивировать граждан участвовать в интеллектуальном казино, вкладывать в инструменты с большим плечом, с большой вероятностью потерять существенные или даже все свои деньги. Поэтому здесь, безусловно, очень важно предпринимать и законодательные меры.

В первом чтении уже принят закон о запрете лотерей и азартных игр под видом работы на рынке ценных бумаг. Я думаю, что надо продвигаться к окончательному принятию данного законопроекта.

Также фундаментальной вещью является закон о категоризации инвесторов, о чем сегодня уже говорили. Могу сказать, что мы солидарны с позицией комитета Госдумы по финансовым рынкам, более того, у нас имеется большее количество замечаний к закону. После того, как закон будет рассмотрен в первом чтении, мы проведем парламентские слушания в Совете Федерации на тему доработки его ко второму чтению.

Следующая тема — развитие инструментов. Что нам здесь кажется доста-

точно важным? Первое — это развитие ипотечных инструментов, ипотечных облигаций. Государство и Центральный банк сделали очень много для обуздания инфляции, тренд на снижение инфляции достаточно устойчив, несмотря на последние 12 месяцев. В первую очередь это благодаря работе правительства и Центрального банка по бюджетному правилу, по таргетированию инфляции, поддержке товаропроизводителей (в том числе сельхозтоваропроизводителей), снижению зависимости от импорта, завершению расчистки банковской системы и, соответственно, давления на эмиссию. Все эти меры позволили, собственно, словить тренд, снижающий инфляцию.

Теперь важно снижать спред между доходностью ОФЗ и ипотечных ценных бумаг. Для этого следует сделать ипотечные ценные бумаги подушкой ликвидности для банков. В связи с этим, мне кажется, было бы правильно включить ипотечные облигации в ломбардный список Центрального банка, назначить маркетмейкером по этим бумагам «ДОМ.РФ» и обеспечить регуляторную поддержку банков, которые оставляют риск секьюритизации облигаций на себе, а также оказать таким банкам поддержку капитала через регулирование.

Эти предложения обсуждались на Совете законодателей, который недавно прошел в Санкт-Петербурге при участии президента, их записали в проект решения.

Следующий вопрос связан с валютными инструментами. Инвесторы активно вкладываются в акции и облигации иностранных эмитентов, это своего рода вызов нашему регулированию. С одной стороны, запрещать такие инвестиции, безусловно, нельзя, поскольку всегда найдутся пути обхода. С другой стороны, ненормальна ситуация, когда купить акции иностранных эмитентов так же просто, как открыть вклад в банке. Поэтому здесь задача регулирования — снизить риск инвестиций

низкоквалифицированных инвесторов, дестимулировать отток капитала, защитить граждан от санкционного давления, возможного при таких инвестициях.

В прошлом году мы здесь говорили о поддержке российской инфраструктуры именно в плане противодействия потенциальным санкционным угрозам. Слава богу, за прошедший год давление на наших эмитентов со стороны иностранных государств снизилось. Но никто не застрахован от того, что очередная волна последует, а инфраструктура у нас до сих не готова к этому. Мы не понимаем, как будем защищать наших внутренних инвесторов и лояльных внешних инвесторов в случае, если с тем или иным эмитентом возникнет такая ситуация.

Важно было бы всю работу с иностранными бумагами организовать через российскую инфраструктуру. Это и защита инвесторов, и прозрачность, и развитие собственной инфраструктуры. Для этого нужно ограничивать работу зарубежных брокерских компаний, рекламу зарубежных брокерских компаний, работу их представителей. Это нормальная практика абсолютно всех развитых стран. Возможно, тут надо подумать о действиях через разную систему налогообложения доходов от инвестиций через российскую или через зарубежную инфраструктуру.

Также, нам кажется, надо бороться с массовым структурированием сделок по валютным инвестициям через КИКи (контролируемая иностранная компания). Нужно разрешить работу через валютные брокерские счета. Ненормально, что вип-подразделения крупнейших российских банков предлагают инвесторам работать через открытие КИКов на Кипре для операций с валютными активами.

Готов поучаствовать в обсуждении других вопросов, которые вы будете инициировать. Спасибо.

**Олег Вьюгин.** Сергей, вы хотите отреагировать?

**Сергей Швецов.** Да, хотел бы отреагировать на вашу реплику, что важнее: регулирование или другие аспекты. Это как в дорожном движении: важно иметь хороший автомобиль, хорошие дороги и правильно отрегулированное дорожное движение. Но, в общем-то, регулирование, наверное, имеет приоритет. Мы видим, что наши коллеги за рубежом реагируют на возникающие сложности именно регулированием: где-то ужесточают его, где-то ослабляют. Регулирование должно быть живым, оно должно соответствовать вызовам, должно поддерживать конкуренцию, но не должно обременять.

Какие дискуссионные темы, кроме категоризации квал/неквал, у нас в повестке? Конечно, нужна реформа листинга. Мы увидели, что нормативный акт, который сегодня регулирует листинг, и существующая практика, — безусловно, несовершенны. Нужна реформа маркетмейкерства. За последние годы мы обнаружили, что все это выродилось если не в манипулирование, то, по крайней мере, в освоение фондов биржи, которая тратит ресурсы на маркетмейкерские программы, но траты совершенно не дают того эффекта, на который рынок мог бы рассчитывать.

Еще одна тема, которую тоже мы дискутируем, это ETF. Сегодня запустились биржевые паевые инвестиционные фонды, которые фактически реплицируют то, что делают ETF. У меня вопрос, а почему они в четыре раза дороже? Почему мы создали инструмент, который, по сути, дает инвестору все то же самое, что иностранный ETF, но обходится этому инвестору в четыре раза дороже? Давайте это обсуждать.

Дальше мы говорим о том, что надо уничтожить единственность ИИСа, потому что ИИС не должен привязывать человека к конкретному провайдеру. Один из принципов конкуренции — это легкость смены провайдера. Прикреплять к себе клиента нужно отношениями с этим клиентом, но не тех-

ническими барьерами. Поэтому, конечно же, мы должны уйти от единственности ИИСа. И создать систему, которая, с одной стороны, легко администрируется с точки зрения интересов налоговых органов, а с другой стороны, абсолютно не препятствует обслуживаться у нескольких профучастников.

Тем у регулятора много. После закона о квалификации инвесторов последует закон о сложных финансовых инструментах. Это более серьезное регулирование, оно будет носить кросс-секторальный характер, здесь будет устраняться арбитраж между различными секторами рынка, — ненужный арбитраж, потому что сам по себе арбитраж не всегда плох. Думаю, что год будет загружен в неплохие дискуссии.

И есть, как вы знаете, очень важная тема на уровне саморегулирования — продажа небанковских продуктов через банковские сетки. Это тоже важная тема, потому что та модель саморегулирования, которая сейчас принята, предполагает соблюдение правил непосредственно владельцами лицензий. А если продает нелицензированный субъект рынка, то последствия нужно прописать. Поэтому, Олег Вячеславович, здесь я с вами немножко не согласен. Думаю, что основная баталия относительно того, как защищать потребителя, инвестора, у нас еще впереди.

**Олег Вьюгин.** Понимаю. Вопрос инструментов — это действительно то, что всегда присутствует в объективе регулятора, даже если посмотреть на самые развитые системы регулирования. Дело в том, что инструменты во многом создают рынок. Иногда он создает уродов, иногда нет. И всегда нужно уметь держать это дело под контролем. Здесь действительно повестка дня бесконечная, я с вами абсолютно согласен.

Теперь, наверное, имеет смысл все-таки коснуться темы институциональных инвесторов. Прежде всего, это вопрос индивидуального пенсионного капитала, потому что это одно из фунда-

ментальных решений, которое обеспечивает присутствие на российском рынке отечественных институциональных инвесторов. Поскольку большинство зарубежных институциональных инвесторов в России имеют достаточно краткосрочные интересы.

Какова может быть правильная конфигурация, или их может быть несколько? Стоит ли полностью отдавать эту систему в ведение негосударственных пенсионных фондов — или в этом могут участвовать также другие институты фондового рынка, например, управляющие? Давайте коротко это обсудим, предлагаю двигаться от Анатолия Аксакова.

**Анатолий Аксаков.** Начну с политической составляющей, поскольку я в определенном смысле политик. Конечно, решение было непростым, поскольку любые изменения в пенсионной системе могли вызвать отрицательную реакцию у общества, поэтому пришлось выждать. Мы провели специальные парламентские слушания в Госдуме, рассказывали о том, что развитие пенсионных накоплений направлено именно на защиту интересов граждан, которые смогут в этой системе накопить средства для своей относительно благополучной жизни после вступления в пенсионный возраст. Мы сделали упор именно на это и просили говорить именно об этом и Центральный банк, и всех экспертов. На мой взгляд, нам это удалось, и, может быть, благодаря этому сейчас концептуальные подходы уже определены. Насколько я знаю, в ближайшее время документ будет вынесен на всеобщее обсуждение, и я надеюсь, что до конца года мы этот закон примем. Это будет очень хороший импульс для появления длинных ресурсов, которые пойдут в нашу экономику.

Детали, может быть, Сергей Анатольевич знает лучше, он вовлечен во все последние дискуссии, поэтому я об этом говорить не буду. В принципе, я считаю, что выработано вполне компро-

миссное решение, которое будет и защищать интересы тех граждан РФ, которые направляют свои средства в негосударственные пенсионные фонды, и в то же время будет способствовать формированию соответствующих накоплений.

**Олег Вьюгин.** Спасибо. Тогда слово Сергею Анатольевичу.

**Сергей Швецов.** Да, Олег Вячеславович, вы абсолютно правы, эта тема наиболее чувствительна для всех участников финансового рынка, вообще для граждан нашей страны. Десятки миллионов являются участниками системы, которая основывалась на перечислении средств работодателей в Пенсионный фонд (так называемые пенсионные накопления). Семь миллионов сейчас являются участниками более рыночной, более либеральной системы (так называемые пенсионные резервы). Но пенсионные деньги — это как брачный союз, это лет на 40-50. Если любой другой финансовый инструмент предполагает оперативные отношения между инвестором и эмитентом, то в пенсионной системе вы фактически выбираете свое будущее после завершения трудовой карьеры один раз и копите всю свою жизнь. Поэтому это тот случай, когда лучше иметь более стабильные правила, а каждое изменение семь раз отмерить и только потом один раз отрезать.

Система, которая действует сегодня, просуществовала достаточно много лет. В 2014 году началась процедура акционирования пенсионных фондов, она полностью завершена в 2018 году. Создана система гарантирования по пенсионным накоплениям, предстоит определиться с системой гарантирования по пенсионным резервам, это надо делать. То есть сказать, что пенсионной системы вообще нет, нельзя, все-таки в этом участвуют миллионы граждан, очень многие уже получают пенсию.

Неплохие финансовые результаты в целом показала доходность пенсионных фондов (за вычетом отдельных фондов, которые вместе со своими

банковскими группами вынуждены были, скажем так, реструктурировать свои портфели). Сегодняшняя реальность доказывает, что, в общем-то, инструмент востребован.

Есть существенные улучшения, прежде всего, в технологической сфере, которые должны создать для граждан на ощущение осязаемости пенсионных накоплений, комфорта в отношении расчета: показать, как рубль, который он сегодня положил на пенсионный счет, транслируется в рубль, который он будет получать на выплатной стадии. А если он хочет получать на выплатной стадии еще один рубль, то сколько должен положить сегодня. Создан калькулятор, создана онлайн-система доступа к информации о состоянии портфеля, трек-рекорды фондов относительно доходности, которую они показывают. Создана мотивация самих управляющих ориентироваться не на годовой бонус, а на более длинный скользящий интервал, потому что длинные деньги неразрывно связаны с мотивацией тех людей, которые принимают инвестиционные решения.

Одним словом, подготовлено очень многое, внутренняя дискуссия в правительстве находится в абсолютно заключительной стадии. Я очень надеюсь, что закон будет опубликован, и мы планируем в этом случае провести на многих площадках презентацию проекта ИПК.

По поводу того, кто именно будет управлять деньгами — управляющие ли компании, пенсионные фонды или страховые компании — дискуссия не завершена. Мы считаем, что на выплатной стадии, кроме пенсионных фондов, вполне могут участвовать и страховые компании, потому что для страхования жизни это профильный бизнес. Но на инвестиционной стадии, мне кажется, преждевременно ставить вопрос о допуске управляющих компаний к управлению пенсионными накоплениями. Мне кажется, должен быть органический путь сначала создания системы прозрач-

ности управляющих компаний, а уже потом вовлечения граждан в прямые отношения с этими компаниями.

Пятьдесят фондов не так сложно выбрать, они находятся в зоне более сильного и наблюдения, и транспарентности, и мы считаем, что простота системы — это существенный фактор ее успеха на стадии роста. Когда в Российской Федерации будет сформирована культура пенсионных накоплений, когда не копить на пенсию будет некомфортно, — думаю, можно будет ставить вопрос о расширении финансовых посредников, которые вовлечены в управление пенсионными накоплениями. Но пока мы считаем, что именно пенсионные фонды, при их ограниченном количестве, с их достаточно стройной системой управления финансовыми рисками — это то, что позволит системе развертываться.

Мы сделали очень много: ввели элементы фидуциарной ответственности в деятельность управления пенсионными накоплениями, резервами, мы разрешаем пенсионным фондам отражать в учете ценные бумаги как удерживаемые до погашения (что важно для инструментов с большой дюрацией, коими являются длинные облигации). А вот процентный риск стал легче приниматься пенсионными фондами, потому что он не учитывается при инвестиционных стратегиях, и это очень сильно стабилизирует их инвестиции, делает их действительно пассивными, долгосрочными, а следовательно, доходными для клиентов.

**Олег Вьюгин.** Спасибо. Действительно, у пенсионных фондов есть своя специфика в части оценки актуарных рисков, рисков вообще. Это то, чего управляющие в принципе никогда не делали. Тут вопрос такой, что если туда двигаться, то нужно немножко менять базу компетенций самих управляющих. Вопрос есть, но есть и готовность его обсуждать.

Пожалуйста, Александр Стальевич, вы можете как независимый участник



процесса оценить, что из этого всего получится.

**Александр Волошин.** Уверен, что из этого всего получится что-то хорошее, у нас, собственно, других вариантов нет, поэтому хорошее неизбежно произойдет.

Я хотел бы сказать, что, когда речь идет о длинных деньгах, а особенно о такой чувствительной части длинных денег, как пенсионные накопления, то ключевое слово — доверие. Это доверие и к экономике страны (что в какой-то прекрасный день инфляция не сожрет все накопления), и к институтам, и к стабильности правил игры. Мы иногда об этом забываем, — нам хочется что-то

улучшить, усовершенствовать или мы решаем какие-то существующие экономические проблемы. Но мы должны понимать, что каждое наше неаккуратное действие в этой сфере отбрасывает уровень доверия лет на 10 назад, и потом его надо будет каждый раз с трудом накапливать.

Мы это, к сожалению, несколько раз проходили в нашей новейшей истории. И было бы правильно, чтобы мы в какой-то момент все-таки остановились. Склонность решать какие-то проблемы, платя за это доверием, обходится себе дороже, если честно, в долгосрочной перспективе. Поэтому очень важно

наконец создать стабильные, на долгие десятилетия правила игры, в которые все поверят и которые будут незыблемы.

Безусловно, жизнь развивается, в систему могут добавляться новые инструменты, новые возможности. Но правила игры по существующим пенсионным схемам, по существующим институтам, по существующим инструментам, конечно, должны быть мегаконсервативными и не должны меняться. И это потихонечку будет создавать вот то самое доверие.

С точки зрения доверия к экономике мы находимся, в общем, в неплохой фазе. Благодаря многочисленным уси-

лиям все-таки достигнута макроэкономическая стабильность, несмотря на довольно сложную общую ситуацию, и это хорошие предпосылки. Даже вне зависимости от небольшого ухудшения в последний год, ситуация сильно лучше и гораздо более предсказуема. Это хорошая платформа, чтобы на ней строить устойчивую конструкцию на будущее.

Ну, и попутно одну вещь хотел бы сказать все-таки: у нас почему-то всегда считаются высшей ценностью длинные инвестиции, а вот короткие деньги принято ругать. Мне кажется, мы должны понимать, что финансовая система органична, гармонична и целостна. В ней нужны и короткие деньги тоже. Мне кажется, живет такое заблуждение, вообще в мире, что длинные деньги — хорошие, а короткие — плохие, спекулятивные. Это не так: и то нужно, и другое.

Помню, еще в советские времена у меня был сосед, он иногда приходил и «стрелял» деньги: иногда рубль, чаще трояк почему-то. Иногда он мог сказать: «Послезавтра получка, верну». Это были краткосрочные инвестиции. Иногда он мог сказать: «Со следующей получки верну». Это были уже среднесрочные. Или он мог сказать: «Вот в конце года будет премия, верну». Это были долгосрочные инвестиции. Единственное, что их объединяло, это нулевая доходность, но, правда, при нулевой же практически инфляции. Призываю все-таки к коротким деньгам относиться с не меньшим уважением, чем к длинным.

Для длинных циклов, для стабильности экономики длинные деньги очень важны, это правильный инструмент, но не надо ругать короткие инструменты, это до добра не доведет. Спасибо.

**Олег Вьюгин.** Да, есть, кстати, еще она категория: «вообще не верну». Но сосед такие вещи с вами не делал, это хорошо.

Пожалуйста, Николай Журавлев по этому же поводу ваше мнение.

**Николай Журавлев.** Сложно что-то добавить после коллег. Могу только сказать, что закон надо принимать. Помимо определенной политической составляющей, для того, чтобы принимать концепцию ИПК и соответствующий закон, нужно было расчистить пенсионную систему, чем в последние годы Центральный банк занимается и занимался. Сейчас предпосылки созданы, поэтому надеюсь, что закон будет принят в ближайшее время.

Основой новой пенсионной системы должна стать ее прозрачность. Мы должны уйти от черного ящика, который существует сейчас, когда человек не знает, сколько у него денег скоплено, в каком пенсионном фонде. Первый шаг по урегулированию процедуры перехода из НПФ в ИПК мы уже сделали, приняв соответствующий закон. Если раньше люди даже не знали о том, что они переходят в течение года по несколько раз из одного фонда в другой, то сейчас, даже очень этого желая, они не всегда могут с первого раза это сделать, но пусть лучше так. Поэтому еще раз говорю — закон надо принимать.

А допускать туда надо всех — и управляющие компании, и страховые компании, и банки, пусть конкурируют. Спасибо.

**Олег Вьюгин.** Спасибо. Я, честно говоря, этого не ожидал, но оценка перспектив со стороны наших спикеров сегодня достаточно позитивна. В принципе, есть серьезные шансы все это имплементировать. Нужно лишь, наверное, принять клятву о том, что принятое останется как база, по крайней мере, на срок дожития молодого человека, сегодня подросток в России до трудоспособного возраста. Надо, чтобы в это поверили. Если не поверят, то будет, как всегда.

Вижу, что есть вопросы из аудитории. Там есть микрофон у вас? Вот несут микрофон.

**Ирина Кривошеева.** Спасибо, добрый день! «Альфа-Капитал», Кривошеева Ирина.

В контексте дискуссии по ИПК все-таки хотела себе позволить два вопроса. Первый адресован Сергею Анатольевичу, он связан с требованием к прозрачности управляющих компаний для участия в ИПК. Есть ли здесь целостная позиция Центрального банка в конкретике, что нужно делать УК для того, чтобы? Не вполне логично считать, что инвестиционный процесс в контексте работы с индивидуальными клиентами лучше выстроен у негосударственных пенсионных фондов, как мне кажется.

И, если можно, вопрос Анатолию Геннадьевичу. Есть 156-й Федеральный закон об инвестиционных фондах, который тоже находится на рассмотрении в парламенте, здесь этот вопрос просто не обсуждался. Там (в 156-м ФЗ) есть очень полезная вещь, что клиенты розничных фондов смогут получать регулярный доход, находясь и оставаясь в облигационных фондах. Логика инвестиционных фондов с выплатой регулярного дохода (будь то доход от купонного дохода или дивидендов) очень развита и полезна на Западе. Я хотела обратиться с просьбой прокомментировать, в каком состоянии сейчас находится 156-ФЗ. Спасибо.

**Олег Вьюгин.** Я бы к этому еще добавил вопрос, почему вообще ПИФы в России не сильно популярны, с точки зрения наших спикеров? Ну, по порядку: Сергей Анатольевич.

**Сергей Швецов.** Подробно все-таки ИПК мы будем обсуждать после того, как Минфин опубликует текст. Сейчас, поскольку нет окончательной редакции, я могу вводить в заблуждение. Но управляющие компании не отстраняются от управления пенсионными накоплениями, они и сегодня управляют пенсионными накоплениями. Вопрос Олега Вячеславовича был в

том, а нужно ли убрать Пенсионный фонд как посредника между человеком и управляющей компанией из цепочки создания стоимости? Пока существующий драфт не предполагает, что Пенсионный фонд как посредник может исчезнуть. Драфт проекта предполагает, что, если управляющая компания показывает хорошие результаты, то фонд нанимает ее, и она управляет пенсионными накоплениями. Но при этом фонд может управлять и сам, если считает, что он может сделать это лучше. Здесь как раз создаются конкурентные условия между внутренним управлением и внешним управлением (посредством управляющей компании).

По поводу ПИФов. Это вопрос, я думаю, зрелости рынка и доверия. Мы, к сожалению, видим огромные диспропорции в тарифной политике. Солидные организации (поверьте мне, очень солидные организации) через разные инструменты вовлекают в коллективные инвестиции наших граждан, но кое-кто на входе берет комиссию 15%, а далее управление сводится к тому, чтобы за несколько лет отработать эту комиссию. Гражданин в итоге получает то, что вложил, а обещали ему золотые горы. А кто-то вообще использует эти деньги не совсем по назначению, кто-то не объясняет до конца гражданину те риски, которая предполагает инвестиционная декларация.

Думаю, что культура паевых инвестиционных фондов связана и с тарификацией, и с разъяснениями, и с трек-рекордом управляющих компаний, которые показывают какую-то доходность. Сегодня шума слишком много, тарифы слишком высоки, и зачастую коллективные инвестиции... Ведь что такое коллективные инвестиции по сути? Человек, который хочет получать больше, чем безрисковую доходность, имеет два варианта: во-первых, подняв свой аппетит к риску,

купить более рискованные инструменты. Но математическое ожидание будет отрицательным, потому что более рискованные инструменты дают большую доходность на стабильной основе только в условиях, если человек понимает в этих рисках. То есть, заработок дает не сам риск, а способность управлять этим риском. Или, во-вторых, человек может идти в коллективные инвестиции. Коллективные инвестиции как раз и должны содержать те самые компетенции, которые обеспечивают гражданину доход выше, чем по безрисковым инструментам (которые гражданин мог бы купить сам на стабильной основе). Вот когда мы эти компетенции покажем человеку (с учетом комиссии), то люди в ПИФы потянутся.

**Олег Вьюгин.** Хороший ответ.

Пожалуйста, есть еще вопросы в аудиторией?

**Анатолий Гавриленко.** Недавно я увидел очень хорошую фразу о том, что регулятор придерживается принципа минимизации вмешательства в работу рыночных сил. Классная фраза, мне очень понравилась. Но если спросить рынок, кто правит бал, то все скажут — Центробанк. Можно спрашивать в любом формате, проголосовать и так далее.

Я посмотрел закон 2013 года, там четко написано, что рынок развивает Центральный банк. И это классно в принципе. Но не готовы ли вы все-таки внести предложение (или вы ждете, чтобы его внес рынок), чтобы банк ограничился созданием условий для развития рынка? Это первый вопрос.

Второй вопрос, про доверие. Мы все время говорим о доверии, я с вами полностью согласен, доверительная среда между участниками рынка и клиентами очень важна. Но существует еще доверительная среда между регулятором и участниками рынка. И вот здесь, мне кажется, не все так прекрас-

но. У нас есть прекрасные доверительные человеческие отношения между конкретными работниками банка и конкретными участниками рынка, но вот если говорить о доверии между Центральным банком как институтом и самими участниками, — не уверен. Очень много разговоров, очень много жалоб на то, что отзываются лицензии, отзываются аттестаты, люди узнают от журналистов, что будут проверки и так далее.

Может быть, было бы неплохо, если бы Центробанк сделал анонимный опрос участников о доверии участников рынка конкретно регулятору.

Третий вопрос — к Александру Стальевичу. Был прекрасный эксперимент — строительство Международного финансового центра. Вместе с участниками рынка был создан план, который нами же всеми успешно выполнен. Не хватает только одного — подвести итоги этого прекрасного эксперимента и честно сказать себе, в чем мы были неправы. Думаю, это послужило бы очень большим опытом для всех нас и дало возможность с новым пониманием двигаться дальше и качественнее. Спасибо.

**Олег Вьюгин.** Спасибо, Анатолий Григорьевич. Я так понял, что к Сергею Анатольевичу вопрос о доверии, а к Александру Стальевичу — о МФЦ, о подведении итогов.

Пожалуйста.

**Сергей Швецов.** Наверное, соглашусь с Анатолием Григорьевичем, что уровень доверия к регулятору, ответственному в том числе за развитие индустрии, сегодня можно улучшать. Не могу сказать, больше он или меньше, чем в других юрисдикциях.

По поводу анонимного опроса: попросу Аналитический центр «Форум», может быть, провести такой опрос в качестве нейтральной структуры. Чтобы никто потом, как в голосовании по итогам «Голос Дети», не предъявлял претензий, да?



Что касается доверия, мы, к сожалению, очень часто разочаровываемся в методах, которыми рынок конкурирует за потребителя, видя свои краткосрочные интересы. Мы против формулы «не обманешь — не продашь». И вроде мы об этом много раз договариваемся, а потом опять. Причем фигурируют такие имена, которые называть не могу, но они входят в топ и даже получают иногда премию «Доверие», которую учредил Анатолий Григорьевич. Это очень обидно.

Есть компании, которые (Лариса Константиновна здесь присутствует и может подтвердить, хотя мы их уже убрали с рынка) формируют собствен-

ные средства складскими свидетельствами на осмий в десятках килограммов. Вообще этого элемента столько даже в природе нет, но где-то там в сейфовых ячейках конкретной компании лежат сертификаты на него. То есть, размах творчества огромен, но откуда здесь возьмется доверие?

Мы видели фиктивные депозитарии, мы видели несуществующие ценные бумаги, и у нас, конечно, немножечко искажен взгляд на регулируемый объект. Регулятор ведь в каком-то смысле является больницей, где есть терапевтическое отделение, есть реанимация, а есть и морг, безусловно. Мы здоровых-то людей особо

не видим, потому что туда, где все хорошо, мы и не ходим. А у доктора есть ощущение, что все болеют, это нормально. Впрочем, ощущение больного, что все доктора плохие — это тоже нормально.

Поэтому, честно, не могу оценить, как мы смотримся сравнительно с регуляторами других юрисдикций с точки зрения уровня доверия. Очень интересный вопрос, ни разу не задумывался. Но думаю, что по мере ухода с рынка слабых и недобросовестных игроков степень доверия будет повышаться. С приходом на рынок поведенческих практик доверие будет улучшаться. А главный элемент доверия — соблюдай,

что обещаешь. Если мы о чем-то договариваемся, то договоренности должен выполнять не только регулятор. Мне кажется, рынок тоже свою часть дороги должен проходить. Доверие — одна из четырех несущих колонн финансового рынка.

**Олег Вьюгин.** Александр Стальевич, к вам был вопрос.

**Александр Волошин.** Россия — страна довольно молодая в формате демократического государства, у нас нет навыков реализации долгосрочных проектов. Где-то не хватает терпения, где-то не хватает политической воли, где-то не хватает еще чего-то. Вообще в мире есть финансовые центры, возникшие эволюционно (как Лондон или Нью-Йорк). Когда-то они возникали в портовых городах, поскольку финансы обслуживали в основном морскую торговлю, и так они выросли. А есть абсолютно рукотворные финансовые центры, допустим, Франкфурт, крупнейший в континентальной Европе финансовый центр. Не было никакого финансового центра во Франкфурте исторически, просто наши германские друзья в какой-то момент решили, что хотят это сделать. Они этим занимались 30 лет настойчиво. За это время было несколько кризисов, менялись правительства, менялась политика, много чего менялось. Они совершали ошибки, они останавливались, но потом дальше шли вперед. И они создали крупнейший в континентальной Европе международный финансовый центр. А мы хотим быстрого результата за 3–4–5 лет, и спрашиваем, почему до сих пор у нас чего-то не построено.

Отсутствие традиций, навыков и умения реализовывать долгосрочные проекты кажется некоторой проблемой. Нам их по-любому надо нарабатывать — не только для создания финансового центра, а и для многих других вещей. Для создания, кстати, той же пенсионной системы тоже надо уметь настойчиво двигаться в определенном

направлении, чтобы какие-то сложности не сбивали с правильного курса. Не надо быть ортодоксом. Иногда по дороге встречается непреодолимое препятствие, его надо обойти. Но как только ты его обошел, то должен снова достать из кармана компас, свериться и пойти в прежнем направлении, а не забыть о том, куда шел. Вот это важно, это первое соображение.

Соображение номер два относительно того, что является основным препятствием на пути формирования в Москве международного финансового центра. Который, кстати, в каком-то смысле существует, в силу, может быть, советской еще сверхцентрализации всего. Москва — это, безусловно, финансовый центр на постсоветском пространстве, хотим мы того или не хотим. Но, безусловно, основное препятствие — это общее качество делового климата. Которое оставляет желать сильно лучшего. Об этом довольно регулярно говорят все, президент говорит об этом в посланиях, но, к сожалению, в этом направлении мы продвигаемся довольно скверно. И трудно ожидать формирования финансовых центров или других каких-то центров в условиях некачественного делового климата. Это основная задача, наверное, не только экономическая, а и политическая тоже. Потому что это еще и про формирование среднего класса, про формирование малого и среднего бизнеса, что дает стране и политическую стабильность, а не только экономическую. Поэтому — важнейшая задача.

И последнее, про наши возможности: ну, безусловно, возможности у нас есть. Кстати, то, что финансовая индустрия стремительно уходит в хай-тек — это тоже для нас окно возможностей. Потому что в этом мы довольно сильны. И мы видим, что в каком-то узком сегменте — например, в торговле деривативами на Московской бирже, — мы, при общем нешироком ассортименте инструментов, по объему операций входим в десятку

крупнейших мировых центров. За счет высокочастотной торговли, роботизированной торговли и так далее. Это то, в чем мы сильны. А если бы еще набор инструментов был пошире, то мы могли бы и дальше продвигаться.

Но, возвращаясь к вашему вопросу, есть ли у нас шансы и предпосылки? Безусловно, есть. Есть предпосылки исторические, развитие современных технологий тоже дает некоторые возможности. Нам, честно говоря, довольно сложно соревноваться в традиционных финансах с англосаксами — у которых и островное право, и много других преимуществ, гораздо более благоприятных для финансовой индустрии. Но то, что финансовая сфера все больше превращается в тотальный финтех, безусловно, является для нашей страны новым окном возможностей. Возможностей входить в группу стран, ведущих в финансовой индустрии.

Так что в целом, несмотря на все набитые шишки, проблемы и нынешнее положение (притом, что довольно много сделано с вашим же участием), я смотрю в будущее со сдержанным оптимизмом.

**Олег Вьюгин.** Спасибо. Ну, наше время истекло, панель заканчивается. Хочу поблагодарить всех присутствовавших за участие и объявить, что в 12:00 здесь же будет встреча и небольшая дискуссия с председателем Центрального банка Эльвирой Сахипзадовой Набиуллиной. □