

ВН

**ВЕСТНИК НАЦИОНАЛЬНОЙ
АССОЦИАЦИИ УЧАСТНИКОВ
ФОНДОВОГО РЫНКА**

№7-8 июль-август 2021

Объединяющая
платформа

Интервью
с Максимом Малетиным

Длинная стратегия
лучше

Интервью
с Игорем Исаевым

Вызовы и трансформации

Умная линейка

Требования vs правила

ПОВЕРХ БАРЬЕРОВ



Содержание

№7-8, июль-август 2021



ТЕМА НОМЕРА: ВЫЗОВЫ И ТРАНСФОРМАЦИИ

Объединяющая платформа

Максим Малетин, руководитель «МКБ Инвестиции», рассказывает Ирине Слюсаревой об устройстве и задачах инвестиционной платформы «МКБ Инвестиции»; рассуждает об изменениях на фондовом рынке за последнее десятилетие; а также обосновывает неколичественный подход к клиенту.

4

НОВОСТИ

3 Покупать по стандарту

Регулятор утвердил правила для покупки сложных финансовых инструментов неквалифицированными инвесторами.

ТЕМА НОМЕРА: ВЫЗОВЫ И ТРАНСФОРМАЦИИ

22 Вызовы и трансформации

9 июня 2021 года в Санкт-Петербурге состоялась ежегодная конференция НАУФОР для управляющих компаний и специализированных депозитариев «Рынок коллективных инвестиций-2021». Конференция прошла в смешанном формате: как очно, так и онлайн. В рамках конференции была проведена сессия «Перспективы развития рынка коллективных инвестиций».

42 Умная линейка

Материалы второй сессии «Продуктовая линейка рынка коллективных инвестиций», состоявшейся в рамках ежегодной конференции НАУФОР «Рынок коллективных инвестиций-2021» 9 июня 2021 года в Санкт-Петербурге.

60 Требования vs правила

Материалы третьей сессии «Взаимодействие управляющих компаний и спецдепозитариев», состоявшейся в рамках ежегодной конференции НАУФОР «Рынок коллективных инвестиций-2021» 9 июня 2021 года в Санкт-Петербурге.

74 Поверх барьеров

В рамках конференции «Российский фондовый рынок 2021» в Москве 15 июля прошла онлайн-сессия «Вызовы регулирования».

ЭКСПЕРТНОЕ МНЕНИЕ

94 Сдержанно вверх

Котировки российских акций слегка подросли по итогам июня-июля благодаря как позитивной внешней конъюнктуре (в том числе высоким ценам на нефть), так и снижению геополитических рисков после личной встречи президентов России и США. Вместе с тем рост сдерживали дивидендные отсечки для многих крупных отечественных компаний и банков.



ТЕМА НОМЕРА: ВЫЗОВЫ И ТРАНСФОРМАЦИИ

Длинная стратегия лучше

Игорь Исаев, инвестиционный стратег ФБ «Август», рассказывает Ирине Слюсаревой о том, что изменил в работе компании приход массового инвестора и какие именно типы инвесторов можно выделить в этом потоке; а также постулирует, что хорошей (возможно, лучшей) рекомендацией является доходность.

12



Вызовы и трансформации

Фондовый рынок является, возможно, наиболее удачным детищем нового российского капитализма. Самым демонстрационно пригодным.

В отличие от большинства прочих постсоветских бизнесов, российский фондовый рынок возник в начале 90-х годов прошлого века с нуля, полного и абсолютного. Его существование и развитие не было осложнено генетической связью с советской экономикой. Даже банки в СССР существовали, а вот брокеров, бирж, депозитариев не было и близко.

То ли потому, что с нуля. То ли потому, что в этот сегмент пришли люди из научно-технической сферы. А то ли по всем причинам сразу. В общем, фондовый рынок рос правильно, быстро и довольно сильно, хотя и не без кризисов. Рос и в размерах, и в глубину.

Настало время для определения «взрослой» стратегии. Ее очередного этапа. Материалом для такого осмысления могут быть материалы традиционной конференции НАУФОР.

Ирина Слюсарева Э

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

Главный редактор **Ирина Слюсарева**

Редакция

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

Учредитель НАУФОР

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

Издатель КЦ НАУФОР

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

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

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

Покупать по стандарту

РЕГУЛЯТОР УТВЕРДИЛ ПРАВИЛА ДЛЯ ПОКУПКИ СЛОЖНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ НЕКВАЛИФИЦИРОВАННЫМИ ИНВЕСТОРАМИ

Банк России утвердил изменения в Базовый стандарт защиты прав и интересов инвесторов, которые вводят тестирование физических лиц - неквалифицированных инвесторов при приобретении ими сложных финансовых инструментов. Стандартом выделены 11 типов таких инструментов и утверждены тестовые вопросы. Обязательное тестирование физических лиц - неквалифицированных инвесторов при их намерении приобрести сложный финансовый инструмент вводится с 1 октября 2021 года. В отношении паев иностранных ETF тестирование будет введено с 1 апреля 2022 года, в отношении остальных 10 видов сложных инструментов стандарты позволяют начать тестирование уже с 1 сентября 2021 года.

Тест по каждому виду сделок содержит 7 вопросов (4 — на проверку знаний и 3 — на самооценку инвестора). Для положительного результата тестирования нужно правильно ответить на все четыре вопроса проверочного блока.

Тестирование неквалифицированных инвесторов будет проводиться: 1) при совершении необеспеченных сделок; 2) при приобретении производных финансовых инструментов, не предназначенных для квалифицированных инвесторов; 3) при приобретении структурных об-

лигаций, не предназначенных для квалифицированных инвесторов; 4) при заключении договоров репо; 5) при приобретении инвестиционных паев закрытых паевых инвестиционных фондов, не предназначенных для квалифицированных инвесторов; 6) при приобретении облигаций российских эмитентов, которым не присвоен кредитный рейтинг либо кредитный рейтинг которых ниже уровня, установленного Банком России; 7) при приобретении облигаций иностранных эмитентов, исполнение обязательств по которым обеспечивается или осуществляется за счет юридического лица, созданного в соответствии с законодательством РФ, не имеющего кредитный рейтинг или кредитный рейтинг которого ниже уровня, установленного Банком России; 8) при приобретении облигаций со структурным доходом; 9) при приобретении акций, не включенных в котировальные списки; 10) при приобретении иностранных акций; 11) при приобретении паев иностранных ETF.

Утвержденный документ вносит в базовый стандарт ряд изменений: 1) устанавливается порядок предоставления инвесторам информации о налоговой ставке и порядке уплаты налогов в отношении доходов по иностранным акциям и паям ETF;

2) устанавливается порядок предоставления уведомления о рискованном поручении (в случае отрицательного результата тестирования, при желании инвестора тем не менее совершить сделку), порядок направления инвестором заявления о принятии рисков; 3) устанавливается перечень критериев, соответствие которым необходимо для лиц, раскрывающих информацию об изменении значений базового актива внебиржевых производных финансовых инструментов (до 1 апреля 2022 года возможность заключения таких договоров физическими лицами - неквалифицированными инвесторами ограничена); 4) определяется порядок и форма информирования физического лица, признанного квалифицированным инвестором, о последствиях такого признания; 5) определяется порядок информирования физического лица, признанного квалифицированным инвестором, о его праве отказаться от указанного статуса и последствиях такого отказа.

Членам НАУФОР, осуществляющим брокерскую деятельность, необходимо привести свою деятельность в соответствие с указанными изменениями до 1 октября 2021 года. □



Максим Малетин
руководитель «МКБ Инвестиции»

Объединяющая платформа

РОССИЙСКИЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БИЗНЕС, ОРИЕНТИРОВАННЫЙ НА МАССОВОГО ЧАСТНОГО ИНВЕСТОРА, СЕЙЧАС ОЧЕНЬ БЫСТРО РАСТЕТ. НО ЧТО ЗА ЭТИМ СТОИТ: КОЛИЧЕСТВО ИЛИ КАЧЕСТВО?

Максим Малетин, руководитель «МКБ Инвестиции», рассказывает Ирине Слюсаревой об устройстве и задачах инвестиционной платформы «МКБ Инвестиции»; рассуждает об изменениях на фондовом рынке за последнее десятилетие; а также обосновывает неколичественный подход к клиенту.

Фотографии Павел Перов

— Максим, МКБ купил в прошлом году брокерскую и управляющую компании. Что именно было куплено: база клиентов, специалисты, технологии? Под какие задачи?

— Было принято решение о создании инвестиционной платформы «МКБ Инвестиции». Цель — предоставление полного комплекса инвестиционных продуктов и сервисов частным инвесторам. Компании, о которых вы говорите, стали основой этой платформы. Мы строим единую платформу, чтобы частный инвестор получил возможность приобрести любой инвестиционный продукт в одном месте, вне зависимости от того, продукт ли это брокера или управления активами. Когда клиент понимает, что в рамках

одной платформы он может решить все свои задачи, то ему становится гораздо проще; и он может выбрать тот способ инвестирования, который ему будет понятен, удобен и доступен. А нам это позволяет консолидировать экспертизу, ресурсы, формировать единую команду с едиными целями.

Частный инвестор — очень широкое понятие. Сюда входят и розничные инвесторы, и премиальный сегмент (в понимании коммерческих банков), и состоятельные клиенты, обслуживающиеся в private bank. У одних уже имеется существенный капитал и инвестиционный портфель, другие только начинают формировать сбережения. Продукты и требования к сервису для всех

этих категорий клиентов отличаются, но в своей основе они строятся на одной инфраструктуре, на одной платформе.

Инвестиционный бизнес, ориентированный на массового частного

МКБ сегодня один из крупнейших, системообразующих банков в стране, успешно работающий во многих сегментах фондового рынка. Так что собственная платформа в сегменте частных инвесторов — логичное продолжение в развитии продуктовой линейки банка.

инвестора, сейчас растет очень быстрыми темпами. Приобретение уже существующих компаний и их консолидация на одной платформе позволили нам сэкономить время и быстрее сделать первый шаг. Вы видите, что сейчас брокерский рынок развивается преимущественно вокруг банков, потому что именно банки имеют доступ к клиенту, интересующемуся финансовыми продуктами. Именно поэтому при покупке брокера мы как банк смотрели в первую очередь на команду, инфраструктуру, технологии и процессы для старта, а не на клиентскую базу.

В рамках новой объединенной структуры мы формируем единую стратегию, единые продажи, единый взгляд на продуктовую линейку. Мы пытаемся найти и максимально использовать любые внутренние возможности для повышения эффективности. Эффективность важна, потому что бизнес инвестиционных посредников — низкомаржинальный, а сегодня еще и очень дорогой: высокая конкуренция, серьезные регуляторные требования, большие технологические затраты. Чтобы в этой ситуации создавать качественный и дешевый продукт, нужно максимально

реализовать возможности внутренней синергии.

За последние полгода мы приложили существенные усилия по доработке продуктов и увеличению клиентской базы. Приятно, что рынок это увидел и от-

метил при подведении итогов «Элиты фондового рынка».

— Все-таки нет ли ощущения, что время для предложения клиентам возможностей фондового рынка упущено? Не проще ли было создать коллаборацию с крупным брокером?

— Нет. И дело не в том, что большинство потенциальных инвесторов еще не пришли на рынок. Большинство новых инвесторов сегодня не находят адекватного предложения, то есть, продуктов, в которые они будут уверенно и осознанно инвестировать. В этом причина большого числа нефондированных счетов. И хотя все развивается, становится более понятным и доступным для инвестора, всегда будет оставаться возможность предложить ему более интересный продукт, более удобный современный сервис. За почти 30 лет на рынке мне довелось запускать несколько новых проектов. И всегда звучал подобный вопрос, но каждый раз время показывает, что есть возможность прийти и изменить рынок.

Коллаборация со сторонним брокером имеет смысл, когда отсутствует собственная экспертиза или планируемый масштаб бизнеса не оправдывает

содержание собственной инфраструктуры. МКБ сегодня один из крупнейших, системообразующих банков в стране, успешно работающий во многих сегментах фондового рынка. Так что собственная платформа в сегменте частных инвесторов — логичное продолжение в развитии продуктовой линейки банка.

— Как платформа «МКБ Инвестиции» интегрируется в банковский бизнес?

— Клиенты банка нуждаются в инвестиционных продуктах. В свою очередь, инвестиционная платформа — источник новых клиентов для банка в части запроса на его классические продукты. Мы строим «МКБ Инвестиции» как часть большого банковского бизнеса, с максимальной интеграцией. И в первую очередь это единые каналы обслуживания клиентов.

— Какие именно каналы, давайте уточним.

— Это и отделения банка, и дистанционное банковское обслуживание (мобильное приложение), и интернет-банк, есть другие компании, входящие в состав Группы МКБ. Также приложение «МКБ Инвест», которое в ближайшее время объединит все инвестиционные продукты и станет центральным интерфейсом нашей платформы. Разным сегментам клиентов удобнее использовать разные формы взаимодействия с нами, но в целом мы за омниканальное решение, когда клиент может получить доступ к своему инвестиционному счету любым способом.

— Структура, где как бы в центре находятся деньги клиента, и можно их двигать туда или сюда по различным каналам, выходящим из центра. Такая модель?

— Да, можно так сказать. К платформе есть разные доступы: например, мобильное приложение «МКБ Инвест», где можно открыть брокерский счет и совершить любую операцию. Но





клиент может, пользуясь мобильным предложением банка «МКБ Онлайн», посмотреть стоимость своего портфеля, перевести денежные средства и тут же «бесповно», одним нажатием перейти между приложениями для того, чтобы совершить сделку. Причем переход не должен быть для него заметен. Или клиент может купить пай ПИФ в отделении банка, а продать его через приложение.

— Теперь поговорим более подробно о клиенте?

— В последнее время, когда приход на фондовый рынок стал массовым, изменилось отношение к клиенту. Возобладал какой-то статистический подход. В дис-

куссиях, интервью и переговорных комнатах компаний клиентов измеряют «тысячами голов». Возникает ощущение оптовой торговли, бездушного отношения к клиенту.

— А душевное отношение — это когда смотрят, сколько у клиента денег?

— Нет, вопрос не в том, сколько у клиента денег. Наш бизнес всегда строится на долгосрочных взаимовыгодных отношениях с клиентом. Это не только вопрос этики, но и циничной экономики. И измерять этот бизнес голым количеством открытых счетов значит не понимать его. Реальные результаты не всегда коррелируют с количеством абстрактных счетов.

Залогом долгосрочного отношения с клиентом является понимание его инвестиционных целей и помощь в их достижении. Количество денег у клиента, конечно же, может влиять на его цели и перечень доступных для него инструментов, но это вторично. Помощь клиенту особенно важна в настоящее время, когда клиенты приходят в инвестиции из банковских депозитов и не понимают, что им на самом деле необходимо сделать для достижения результата, потому что привыкли руководствоваться только ставкой доходности. А в инвестициях просто ориентироваться на ставку нельзя. Тут источником доходности является премия за риск.

Вообще цели у клиентов очень разные. Например, ранее у меня было убеждение, что сейчас инвесторы приходят из депозитов на фондовый рынок с целью сохранения и преумножения сформированного капитала, а игроки, ищущие адреналин и драйв, уже все закончились. Но мы видим, что среди новичков по-прежнему много геймеров.

— Почему по-прежнему?

— В прежние годы доля таких игроков в общем количестве клиентов была весьма высока и казалось, что все, кого влечет только процесс, уже на рынке и всюю получают свою порцию азарта, если еще не потеряли свои деньги. Но ничего подобного. Людей приводит на фондовый рынок не только снижение ставок по банковским депозитам, но также популяризация рынка, распространение информации о нем и упрощение доступа.

Поэтому на рынок заходят все новые слои людей, которым нравится сам процесс, а долгосрочных целей у них нет.

В этом нет ничего страшного, это их право. И, возможно, это только первый этап, который многим поможет на своих ошибках понять правила рынка и дальше перейти к разумному инвестированию.

Но геймеры — не единственный тип клиентов.

Есть второй, абсолютно противоположный сегмент людей, у которых уже есть деньги, они хотели бы их сохранить и направить на обеспечение следующих этапов своей жизни или решение конкретных задач своей семьи.

Кроме того, понемногу появляется слой людей, которые только начинают формировать свой капитал. Эти люди еще не планируют свои инвестиции надолго. Привычка сберегать сформировалась на депозитах, в первую очередь на короткие и средние сроки. Есть и

другие ориентиры по срокам. Скажем, налоговая льгота по ИИС обусловлена трехлетним сроком владения этим счетом.

Вот и получается, что ориентиры по выстраиванию горизонта инвестирования у инвесторов этого типа пока находятся в интервале от года до трёх лет.

Неопределённость в планах этой категории инвесторов все еще высока, но уже формируются потребности

Уверен, что через какое-то время будет важнее сформировать капитал и опираться на доходы от него, нежели рассчитывать на высокооплачиваемую работу с бонусами по формулам, привязанным к прибыли компании.

накопления пенсионного капитала и/или капитала для досрочного выхода на пенсию. Уверен, что через какое-то время будет важнее сформировать капитал и опираться на доходы от него, нежели рассчитывать на высокооплачиваемую работу с бонусами по формулам, привязанным к прибыли компании. Средний класс продолжает размыться и не только в России.

В итоге — три профиля инвестора: 1) те, кто пришел поиграть и на самом деле инвестором в полном смысле слова не является, 2) те, кто пришел инвестировать уже имеющийся капитал и 3) те, кто пришел формировать капитал на фондовом рынке. Нам интересны вторая и третья истории. Тем более, что наша инвестиционная платформа является частью банка. Мы внимательно смотрим на эту аудиторию с желанием понять ее цели и дать инструменты для их реализации. Не отказываем клиентам-игрокам, но пробуем различные подходы, связанные с обучением и поддержкой клиентов,

чтобы помочь им не просто получить порцию адреналина и затем покинуть рынок, а остаться по возможности надолго и получить положительный финансовый результат.

Именно поэтому я считаю неправильным фокус на количество. Не так важно, сколько еще миллионов клиентов придет на рынок и какова численно наша доля в этих миллионах. Важнее, как долго и как успешно проработают те клиенты, которые к нам придут.

И еще один момент: мы видим, что именно сейчас является нашим клиентом. Хотя в нашей базе присутствуют клиенты всех сегментов, но нас выбирает главным образом тот клиент, который уже формирует свой капитал, который имеет серьезные и долгосрочные намерения.

— Иными словами, это формирующийся слой русской буржуазии?

— Это слой тех людей, кто осознанно подходит к своим финансам и задумываются о своем благосостоянии в дальнейшем. Насколько этот человек буржуазен или насколько он хипстер, неважно. Мы клиентов под таким углом не рассматриваем.

— Стоит ли у вас все-таки цель количественного роста клиентской базы?

— Количественные показатели у нас, безусловно, есть: мы на них ориентируемся, исходя из них, планируем работу. Но мериться размерами клиентской базы без учета ее качества, мне кажется, имеет не очень много смысла.

— А что вы думаете о региональной экспансии?

— Региональная экспансия в цифровую эпоху теряет свой смысл. Для того, чтобы общаться с брокером, приходиться к нему не требуется.

Все взаимодействие с нашей платформой происходит удаленно. Поэтому нам не важно, где находится наш клиент: в Москве, Петербурге или любом другом населенном пункте. Но так как банковская группа МКБ имеет значительную филиальную сеть, то для клиентов, которые ещё не готовы к новым форматам, у нас есть классические варианты взаимодействия. Однако мобильное приложение поставить все равно придется: все документы подписываются электронно.

— Вы сказали, что существует противоречие между тем, что инвестиционный продукт дорог (затраты на технологии, на регулирование), но при этом низко маржинален. Как решается эта задача?

— Себестоимость продукта действительно значительно выросла и одновременно снизилась его маржинальность для индустрии. Но инвестиционный продукт в любом случае обязан быть низкомаржинальным, иначе он не будет выгоден для клиента. Стандартно мы привыкли к тому, что чем дороже — тем лучше. И хотя нет прямой связи, но, как правило, рост цены связан с ростом качества.

Парадокс инвестиционного продукта состоит в том, что чем он дороже, тем хуже, потому что инвестор платит за счет своей доходности.

Во-первых, приходится решать задачу управления затратами. На ее решение работает единая платформа, обеспечивающая максимальную синергию везде, где возможно. Синергия с коммерческим банком снижает затраты на продажи. Это один из главных факторов снижения затрат и

соответственно стоимости продукта для клиента.

Кроме того, синергия с банком дает нам широкую финансовую экспертизу, доступ к качественной IT-инфраструктуре. Наш бизнес имеет высокую IT-составляющую, причем ее доля растет. И тут же критически важна информационная безопасность, требующая большой экспертизы и ресурсов, это тоже существенный момент.

Во-вторых, стандартизация продукта.

В-третьих, эффективные продажи. Частично я об этом уже сказал. Маркетинг и агентские комиссии продавцов не только существенно снижают маржинальность продукта для его производителя, они в значительной степени сказываются на качестве продукта для клиента, потому что не несут никакого вклада в качество самого продукта. Сюда же попадает открытие счетов ради самих счетов.

— Будете ли вы развивать линейку ПИФов, что-то придумывать с биржевыми фондами, давать клиенту возможность участвовать в IPO или в облигационных размещениях?

— Мы уже делаем всё то, что вы перечислили. В мобильном приложении «МКБ Инвестиции» реализован полноценный функционал для участия в первичных размещениях, а так как МКБ — один из ведущих игроков на этом рынке, то наши клиенты не только участвуют, но и получают лучшую аллокацию.

Линейка фондов также расширяется. На днях на Московской бирже начал торговаться наш новый БПИФ.

Я уверен, что тем категориям клиентов, о которых мы говорили, в первую очередь нужны индексные инструменты. Они уменьшают риски их портфелей и позволяют более эффективно достигать результатов.

Поэтому мы активно участвуем в продвижении ETF на российском фон-

довом рынке. Это современный инструмент, подходящий для формирования портфеля как профессиональных, так и начинающих инвесторов.

ETF, обращающиеся на Московской бирже, открывают доступ к рынку иностранных инвестиций с сохранением российских налоговых льгот. «МКБ Инвестиции» являются маркетмейкером ETF, которые выводит (и далее торгует ими) на Московскую биржу компания FinEx. В начале года мы отменили для наших частных клиентов комиссию за сделки с паями фондов (ETF), эмитентом которых является компания FinEx.

Цель отмены — двойная: не только поддержка рынка, но еще и желание стимулировать широкую диверсификацию портфелей наших клиентов. Чтобы российские розничные инвесторы успешно реализовали свои финансовые цели и оставались на рынке надолго. □

НАУФОР

УРАЛЬСКАЯ КОНФЕРЕНЦИЯ

28 октября 2021 года



HYATT
REGENCY[™]
EKATERINBURG

СТРАТЕГИЧЕСКИЙ ПАРТНЕР



МОСКОВСКАЯ
БИРЖА

ПАРТНЕРЫ

ТИНЬКОФФ

ВТБ Капитал
ИНВЕСТИЦИИ

Альфа Капитал
РАБОТА С АКТИВАМИ

БКС
NEW INVESTMENTS

Велес Капитал
ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ

SBER CIB

АТОН

РЕГИОН
ПРЕДПРИЯТИЯ

открытие
BANK

FREEDOM
finance

ГАЗПРОМБАНК
ПРЕДПРИЯТИЯ И БИЗНЕС

ФИНАМ

Гарант-Инвест

Синара
ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ



Очный формат
www.naufor.ru



Игорь Исаев

инвестиционный стратег ФБ «Август»

Длинная стратегия лучше

На российский фондовый рынок пошел действительно массовый инвестор, и это породило излишнюю фиксацию на количественной стороне процесса

Игорь Исаев, инвестиционный стратег ФБ «Август», рассказывает Ирине Слюсаревой о том, что изменил в работе компании приход массового инвестора и какие именно типы инвесторов можно выделить в этом потоке; а также постулирует, что хорошей (возможно, лучшей) рекомендацией является доходность.

Фотографии Павел Перов

— Игорь, как себя позиционирует ваша компания и какова ее стратегия?

— Любая компания работает на рынке и должна применяться к нему. Российский рынок сейчас конкурентен. На нем работают крупные универсальные структуры вроде Сбербанка, ВТБ, которые имеют большую линейку инструментов, большие возможности предложения своих сервисов и так далее. Они задают планку, определяют многие форматы.

Для компании вроде нашей, которая имеет гораздо более скромные масштабы, чем упомянутые гиганты, на таком рынке очень важно себя правильно позиционировать. Ей не следует идти туда, где она не имеет конкурентных преимуществ. В этой

ситуации мы постоянно анализируем, что можем сделать не за счет количественных преимуществ, а за счет качества.

Кстати, о количественных преимуществах. Хочу заметить, что сейчас в фокусе внимания и регулятора, и самой индустрии как раз находятся характеристики по преимуществу количественные. На российский фондовый рынок наконец пошел действительно массовый инвестор, и это породило, скажем так, серьезную фиксацию именно на количественной стороне дела. Повсеместно обсуждается, сколько инвесторов пришло на рынок, сколько счетов они открыли, сколько денег инвестировали, какие объемы

средств передали в доверительное управление и так далее...

Количественные характеристики — дело хорошее, но увлечение ими в настоящий момент, на мой взгляд, стало несколько чрезмерным. Качество работы на рынке — сторона столь же важная, важная абсолютно в той же мере. Не следует забывать, что на рынке обязательно существуют риски, что на нем возможны просадки, что все это реализуется, в том числе, прямо сейчас. Думаю, постепенно, когда бурный рост станет привычным,

Количественные характеристики — дело хорошее, но увлечение ими в настоящий момент, на мой взгляд, стало несколько чрезмерным. Качество работы на рынке — сторона столь же важная, важная абсолютно в той же мере.

к простой мысли, что надо смотреть также и на качество сервисов, придут все игроки.

Количество обязательно должно быть подкреплено качеством, иначе это просто не работает.

Не хочу сказать, что сейчас о качестве не думает никто, — это, конечно же, совсем не так. Но маленькие игроки, которые участвуют в росте рынка по иной модели, нежели гиганты, должны просто-таки непрерывно биться над качеством своих сервисов.

Для нашей стратегии, во всяком случае, это определяло очень многое.

— Вы ведь тоже почувствовали рост рынка, верно? Изменился ли ваш инвестор, пришел ли новый?

— Мы прогнозировали, что на рынок выйдет массовый инвестор. Это было понятно по действиям монетарных властей, по макроэкономическим индикаторам. Об этом говорили фундаментальные причины: значение ключевой ставки, ставки по банков-

ским депозитам. Пять лет назад, когда у депозитов была 15-я ставка доходности, я откровенно не рекомендовал определенной части клиентов-физлиц выходить на фондовый рынок. Во всяком случае, тем клиентам, которые не понимали рисков инвестирования на рынке ценных бумаг, его отличий от операций с депозитами. Хотя на фондовом рынке тогда работали преимущественно либо физлица, которые фактически имели почти профессиональную квалификацию, либо юрилица,

которые занимались формированием своих компенсационных фондов и другими задачами примерно того же рода.

Сейчас на рынок пошел действительно массовый инвестор. Мы это предвидели, готовились к этому. Работать с ним оказалось интересным занятием.

— То есть, состав ваших клиентов менялся?

— Да, менялся, притом довольно радикально. Еще буквально несколько лет назад основную часть нашей клиентской базы составляли юридические лица. Сейчас соотношение существенно поменялось, преобладают стали физлица.

Это случилось не только потому, что физлица стали чаще стучать в наши двери. Но и потому, что наша компания эти двери распахнула существенно шире. В частности, мы провели серьезную работу по стандартизации своих портфелей. Потому что маленькое количество портфелей может управляться индивидуально; но большой

поток требует стандартизации. После определенного порога без стандартизации просто невозможно обойтись. Это становится нерентабельным. В целом видим притоки.

Наверное, этот общий приток клиентов можно попробовать разбить на классы.

Есть, например, группа клиентов, которые имели опыт работы на фондовом рынке, но он оказался не очень удачным и пришло понимание, что эту функцию лучше доверить профессиональному управляющему. Пока таких не очень много, но мы прогнозируем, что в будущем их количество сильно прирастет.

Еще один сегмент: человек вполне успешно работал с небольшими суммами, но, когда его инвестиции увеличились кратно (получил наследство, продал недвижимость и так далее), ему стало психологически некомфортно принимать на себя возросшие риски. Он попросту опасается потерь, понимает, что значительные суммы нужно контролировать более тщательно.

Есть и такие клиенты, которых перестала устраивать доходность банковских вкладов.

— Появление возможности инвестировать через ИИС что-то изменило в поведении клиентов?

— Да, ИИС — хорошая тема. К сожалению, суммы, по которым через ИИС предоставляются льготы, сейчас сравнительно невелики. Надеемся, что это будет меняться. В том числе, через появление индивидуальных инвестиционных счетов 3 типа. Но даже при нынешнем положении дел возможность инвестирования через ИИС важна для клиентов, — в первую очередь, тем, что демонстрирует заинтересованность государства в их привлечении. Что государство не просто призывает вложить свои деньги в фон-



довый рынок, но и помогает заработать. Это серьезный стимул.

— Вы даете вашим клиентам именно услуги доверительного управления?

— Да. Именно и только ДУ, брокерской лицензии у компании нет.

Помимо оказания традиционных услуг по доверительному управлению, «ФБ «Август» предоставляет своим клиентам правовое и консультационное сопровождение в области финансового рынка. Этот сервис включает в себя финансовый анализ всех имеющихся у клиентов портфелей ценных бумаг с целью оптимизации состава и структуры финансовых инструментов. Иных сервисов (за исключением доверительного управления и инвести-

ровать конкретную часть своих рисков; или же инвестируют через нас часть своих портфелей. Просто диверсифицируются таким способом. Получают через аутсорсинг дополнительные компетенции.

Стратегия — хорошо, но несколько стратегий лучше. Это более правильный подход.

Его эффективность, кстати, доказывает то, что значительная часть новых клиентов к нам приходит по рекомендации тех, кто с нами уже сотрудничает. Хорошая доходность является неплохой рекомендацией.

— Расскажите, пожалуйста, о вашей линейке стратегий доверительного управления.

Несмотря на изменение и количества клиентов, и их профиля, основной запрос формируется, к сожалению, на краткосрочные инвестиции. Один год, два, три года. Практически нет запросов, превышающих рамки трех лет

ционного консультирования) мы не предлагаем.

Сервис ДУ востребован не только физлицами: я выше уже упоминал, что еще сравнительно недавно большинство наших клиентов составляли юрлица. Предприниматели, как правило, тоже нуждаются в профессиональном формировании финансовой подушки безопасности, имеющей хорошую ликвидность. Можно назвать эту подушку компенсационным фондом, как-то еще. В любом случае, формировать ее нужно, а доверить этот процесс лучше профессионалу.

Причем среди наших клиентов имеются, как ни забавно, даже финансовые организации. Они могут таким образом (через сотрудничество с нами) хеджи-

— Мы предлагаем клиентам 6 стратегий инвестирования, для наглядности предлагаю вам рассмотреть таблицу: там они сведены вместе.

— Какие стратегии наиболее востребованы?

— Клиенты предпочитают стратегии, включающие в себя возможность инвестирования в акции стабильных и крупных компаний — как российских, так и американских, которые позволяют ожидать роста курсовой стоимости акций в долгосрочной перспективе. Акции таких эмитентов входят в индексы Мосбиржи и S&P500.

При этом определенную группу инвесторов интересуют исключительно инвестиции в американские акции. Несмотря на недооцененность российских акций; несмотря на привле-

кательные характеристики некоторых российских голубых фишек. Просто есть такая группа — тут ничего не изменить. Потому что самым важным показателем являются объемы торгов на том или ином рынке. А американский рынок оперирует громадными объемами. Там есть возможность в любой день закрыть любую позицию. На российском рынке это может быть проблематично, если речь идет о значительных суммах.

Ну и выбор валюты инвестирования тоже влияет на доходность.

— Какой горизонт инвестирования сейчас преобладает в предпочтениях инвесторов?

— Большинство клиентов АО «ФБ «Август» предпочитают горизонт инвестирования, равный двум-трем годам. Увеличение этого горизонта представляется крайне желательным по ряду причин, о которых еще поговорим. Как этого добиться? Скорее всего, только за счёт поступательного увеличения ожидаемой и фактической доходности с течением времени инвестирования.

— Какие факторы, помимо доходности, являются чувствительными для ваших клиентов — или важна только доходность, ничего кроме?

— Как мы уже обсудили, клиент серьезно поменялся. Меняется клиент — меняется и сервис. В то же время в принципе услуга ДУ базируется на том, что каждый клиент получает по определению кастомизированный сервис, подстроенный под его запросы.

С другой стороны, в определенных отношениях запросы клиентов меняются очень слабо. Несмотря на изменение и количества клиентов, и их профиля. Основной запрос формируется, к сожалению, на краткосрочные инвестиции. Один год, два, три года. Практически нет запросов, превышающих рамки трех лет.



Нередко клиент рассуждает так: отдам деньги на год, а там посмотрим. Но год — очень короткий горизонт. Он обрубаёт управляющему множество возможностей составить оптимальную стратегию. Клиент на таком сроке может просто не успеть получить ожидаемый результат.

Математика — наука достаточно точная. Даже молодой российский рынок, не говоря о зрелом американском, уже накопил довольно большие объёмы статистики, которые позволяют строить модели, достаточно точно прогнозировать результаты. Причем через построение модели можно оценивать не только показатели, вы-

ражаемые в точных цифрах. Модели можно строить и для расчета таких принципиально не описываемых количественно факторов, как, например, хайп вокруг той или иной бумаги. Математика позволяет работать с оценкой таких вещей.

И мы именно стараемся оценивать такое математически.

Но неопределенность горизонта инвестирования ограничивает любые прогностические возможности.

— На большом сроке можно прогнозировать более уверенно?

— Не обязательно на большом сроке; главное — на точном сроке. Если определен горизонт протяженностью

в один год, то управляющему понятно, что делать и на нем: какие риски можно допускать, какие просадки считать допустимыми, чтобы получить ожидаемую доходность.

Не обязательно длинный срок; главное — точный срок. Но длинный горизонт инвестирования имеет огромные преимущества.

— Вы даете инвесторам возможность участвовать в первичных размещениях?

— Мы анализируем возможности рынка размещения, даем квалифицированным инвесторам возможность участвовать в размещениях облигаций. Но пользуются такой возможностью главным образом юрища. Физические



лица к такому пока не готовы. Как правило, такое участие требует инвестирования на более длительные сроки; требует более крупных объемов инвестирования.

Не хочется предлагать такой продукт людям, которые не понимают его природу. Потом, если ожидания клиента не совпадут с реальностью, управляющий может получить незаслуженные нарекания.

— Российский инвестор всегда ждет, что получит при размещении апсайт?

— Апсайт, скорее всего, обязательно будет, но это вопрос времени. Инвестор должен правильно прогнозировать инвестиционный горизонт, а он далеко

не всегда к этому готов. Если он держит в уме возможность досрочного изъятия своих инвестиций, то для управляющего нет смысла в ситуации. Можно предложить клиенту другие варианты, с похожей доходностью, но меньшими рисками.

Управляющий ведь не может сказать клиенту: «Извини, мы тут вложились в ПРО, поэтому деньги твои, но забрать их сможешь только через полгода». Массовый клиент к такому пока не готов.

Сами по себе стратегии можно делать как угодно длинными: на рынке есть длинные бумаги. Но на них пока нет запроса. Что говорить о срочно-

сти инвестиций на фондовом рынке, если законодательно не запрещена даже возможность досрочного изъятия срочного вклада. Клиент имеет законное право заключить с банком договор, допустим, на десять лет, а потом его расторгнуть в любой момент. Поставить банк под удар и не получить за это никаких штрафных санкций, даже совсем символических.

На возможность диверсификации влияет, конечно, также объем инвестиций. Невозможно составить полноценный портфель на 400 тысяч рублей. Отдельная ценная бумага вполне может стоить несколько десятков или даже сотен тысяч рублей, это соизме-

римые деньги. На американских площадках формирование полноценного портфеля начинается с планки примерно в 3 млн рублей. Жесткие правила по диверсификации, по лимитам на одного эмитента тоже очень мешают составлению диверсифицированного портфеля.

Как выходить из этой ситуации? Ответ простой: через ETF и биржевые фонды. Ведь суть инвестирования в таком формате состоит именно в том,

этот фонд скомпонован. Тогда как некоторые бумаги, возможно, стоило бы покупать не сейчас, а чуть позже, пересидев какое-то время в кэше, других инструментах. Когда управляющий понимает горизонт инвестирования — каким бы он ни был конкретно, то подбирает стратегию более точно. Понимает момент входа, момент выхода, понимает, какие стандартные стратегии надо было сформировать к концу срока.

Постоянная жесткая борьба с инфляцией (и только с инфляцией) не всегда выглядит идеально целесообразной, скажем так. Который год борьба с инфляцией является главной целью Центрального банка. Адресовать регулятору вопрос о целях этой борьбы, о том, ведет ли она к увеличению благосостояния населения — вполне резонно, на мой взгляд.

что клиент может приобщиться к работе с большим и хорошо сбалансированным портфелем, обладая вполне скромной суммой. Покупая как бы кусочек портфеля фонда.

Мы внимательно смотрим на эту тему. Клиенты задают много вопросов: например, почему наша компания предлагает БПИФ, а не ETF, тогда как они хотят покупать индекс S&P. В принципе мы по любой стандартной стратегии можем сделать как БПИФ, так и ETF. Но тут речь снова заходит о том самом горизонте инвестирования, о котором мы уже несколько раз начинали говорить. Клиент считает, что если он сегодня инвестирует, условно, 100 рублей, то через год должен автоматически иметь (опять же условно) 110 рублей. Но при инвестировании в ETF нет возможности регулировать процесс, скажем так. Если уж управляющий купил конкретный фонд, то вложил во все бумаги, из которых

Внутри длинного срока инвестирования локальные движения конкретной бумаги не так важны; на коротком сроке они влияют на общую оценку портфеля более сильно. При коротком сроке на индивидуальную часть надо смотреть более внимательно.

Важны и другие детали (хотя меньше): например, валюта инвестирования. Допустим, у инвестора стоит цель накопить деньги на обучение ребенка. Дата его совершеннолетия известна, таким образом, определен горизонт инвестирования. Исходя из этих данных, определяется валюту портфеля, делаются необходимые корректировки на инфляцию.

При инвестировании в ETF таких возможностей нет. Управляющий, конечно, может сделать инвестиции в ETF частью портфеля. Но это при большой сумме. А если объем инвестиций невелик, то вполне разумно инвестировать сумму целиком в биржевой фонд.

В общем, очень жаль, что у большинства российских инвесторов маленькие инвестиционные горизонты.

— У них не только горизонты инвестирования маленькие, объемы тоже. Россия в целом небогатая страна, это реальность. — В целом согласен. Но все-таки есть вопросы и к монетарным властям. Постоянная жесткая борьба с инфляцией (и только с инфляцией) не всегда выглядит идеально целесообразной, скажем так. Который год борьба с инфляцией является главной целью Центрального банка. Адресовать регулятору вопрос о целях этой борьбы, о том, ведет ли она к увеличению благосостояния населения — вполне резонно, на мой взгляд. Уместен вопрос, каким должен быть тренд рынка — на повышение или на понижение? Как-то так.

В теории понижение инфляции должно запустить экономику, запустить экономический рост. На практике этого пока не произошло, рост остается очень вялым.

— Как вы оцениваете влияние закона о квалификации?

— Квалифицированным инвесторам предназначена только одна из наших шести стратегий доверительного управления. Как известно, законодательство РФ о квалификации инвесторов не ограничивает для управляющего возможность заключения договоров доверительного управления. Тем не менее, в настоящее время доля клиентов, удовлетворяющих требованиям к квалифицированным инвесторам, превышает в нашей клиентской базе 50%.

Мы, конечно же, считаем правильным введение процедуры тестирования. Наш опыт говорит о том, что понимание клиентом основ работы на финансовом рынке — более важный критерий, чем сумма денег или иных

ТАБЛИЦА. СТРАТЕГИИ ИНВЕСТИРОВАНИЯ

НАИМЕНОВАНИЕ СТРАТЕГИИ	Госдолг	Динамическая	S&P52	АНТИВИРУСНАЯ	GAME-ИНДУСТРИЯ	Трипл А
Тип стратегии	Консервативный подход	Умеренный риск	Умеренный риск	Активный инвестор	Активный инвестор	Амбициозный инвестор
Минимальная сумма в руб. от	400 000	400 000	1 000 000	1 000 000	400 000	400 000
Срок от	6 мес.	6 мес.	6 мес.	12 мес.	6 мес.	6 мес.
Валюта стратегии рубль	v	v	x	x	x	v
Валюта стратегии USD	v*	v*	v	v	v	v*
Доходность, номинированная в рублях от	6%	11%	x	x	x	23,36%
Доходность, номинированная в USD от	4%	9%	15%	18%	18%	21,36%
В стратегии участвуют российские компании	v	v	x	x	x	v
В стратегии участвуют международные компании	x	x	v	v	v	x
Акции	x	v	v	v	v	v
Облигации	v	v	x	x	x	x
ИИС	v	v	v	x	v	v
Возможности по выводу средств	Ежемесячно/ Ежеквартально	Ежемесячно/ Ежеквартально	Ежемесячно/ Ежеквартально	Ежемесячно/ Ежеквартально	Ежемесячно/ Ежеквартально	Ежемесячно/ Ежеквартально
Дополнительное внесение средств без ограничений	v	v	v	v	v	v

* при условии выбора опции валютного хеджирования

активов на его счету. Инвестор может обладать значительной суммой и при этом не владеть азами инвестирования. И хотя регулирование проводит границы между категориями инвесторов именно по критерию объема инвестиций, нам все-таки сложно признать обеспеченного, однако финансово неграмотного инвестора квалифицированным.

Смеем заметить, что деятельность доверительного управляющего в большей степени направлена на неквалифицированных инвесторов и гораздо больше необходима именно им. Таким образом влияние закона о квалификации на

этот круг проблем заслуживал бы широкого обсуждения, с привлечением всех категорий игроков.

— Вы предлагаете клиентам широкий спектр консалтинговых услуг. Двигаетесь ли в сторону возможности стать финансовым советником?

— В настоящее время работаем над включением в единый реестр инвестиционных советников Банка России, согласно требованиям Федерального закона «О рынке ценных бумаг». Статус инвестиционного советника даст нам возможность расширить линейку оказываемых услуг на финансовом рынке.

Показателем успеха маркетплейса может быть только массовый приход профессиональных управляющих. Сейчас такого нет. Возможно, этот круг проблем заслуживал бы широкого обсуждения, с привлечением всех категорий игроков.

работу нашей компании оцениваем как минимальное.

— Есть ли у вас пожелания в сторону Московской биржи?

— Конечно. Понятно, что сейчас основная задача Московской биржи — нарастить объемы торгов. Но параллельно нужна работа над качеством. Насколько понимаю, сейчас практически заглох проект маркетплейса. Он реализован, да — но, в моем понимании, реализован разве что на три балла. Требования по допуску управляющих на маркетплейс, по моей оценке, завышены. Поэтому так имеет место крайне низкая торговая активность.

Наверное, должны быть смягчены правила допуска.

В любом случае, показателем успеха маркетплейса может быть только массовый приход профессиональных управляющих. Сейчас такого нет. Возможно,

— Применяете ли для хеджирования структурные продукты и если да, то где их берете?

— Инструменты срочного рынка для хеджирования отдельных позиций, а также валютных рисков в своей профессиональной деятельности используем. Для этих целей покупаем на Мосбирже ряд производных финансовых инструментов: фьючерсы на золото, валюту, индекс Мосбиржи. Инструменты хеджирования предоставляются исключительно российскими брокерскими домами.

— Насколько востребована клиентами ваша опция «фондовый рынок для предпринимателей»? как она устроена?

— В 2020 году нам был транслирован со стороны клиентов ряд запросов на данную услугу. Сам сервис запущен только в мае 2021 года, так что на данный момент оценивать востребо-

ванность данной услуги сложно. Суть услуги заключается в формировании индивидуальными предпринимателями «резервного фонда» — либо для планируемых капитальных расходов, либо для возможных непредвиденных расходов в будущем. Считаем, что актуальность формирования подобных «резервных фондов» (особенно для непредвиденных расходов) в 2020 году прочувствовало большинство индивидуальных предпринимателей страны.

Пандемия ковида очень серьезно дала это почувствовать.

— Востребована ли клиентами ваша опция «семейный офис»? как она устроена?

— Кратко — это инвестиционное профилирование семейного бюджета, содействие в планировании общих семейных расходов и выстраивание общих рекомендаций по инвестиционным стратегиям на основании полученных данных. В настоящий момент услуга не пользуется существенным спросом. Однако считаем важным ее иметь. Она важна не только сама по себе, но и как дополнительная возможность напомнить клиентам о необходимости внимательно планировать собственные расходы при построении долгосрочных инвестиционных целей. □

Вызовы и трансформации

9 июня 2021 года в Санкт-Петербурге состоялась ежегодная конференция НАУФОР для управляющих компаний и специализированных депозитариев «Рынок коллективных инвестиций-2021». Конференция прошла в смешанном формате: как очно, так и онлайн. В рамках конференции была проведена сессия «Перспективы развития рынка коллективных инвестиций».

Фотографии Сергей Ермохин

Участники: Алексей Антонюк (генеральный директор АО «Газпромбанк - Управление активами»); Роман Горюнов (президент Ассоциации «НП РТС»); Евгений Зайцев (генеральный директор АО «Сбер Управление активами»); Андрей Звездочкин (генеральный директор ООО «АТОН»); Владимир Кириллов (генеральный директор АО «ТКБ Инвестмент Партнерс»); Ирина Кривошеева (председатель правления, генеральный директор УК «Альфа-Капитал»); Роман Серов (генеральный директор ООО «РСХБ Управление активами»); Кирилл Пронин (директор департамента ИФП Банка России).

Модератор: Алексей Тимофеев (президент НАУФОР).

Алексей Тимофеев. Добрый день, уважаемые участники. Надо ли говорить о том, как мы рады вас видеть здесь, в формате живого общения, по которому все соскучились. Как приятно собираться для того, чтобы обсуждать проблемы, волнующие ту или иную индустрию или весь финансовый рынок, улыбаясь друг другу, прикасаясь друг к другу.

Этого же не хватало, согласитесь. И вот мы здесь, в этом зале. Нас на самом деле больше. Есть ограничения, которые не позволили нам пригласить в зал всех, кто хотел. Но ведется онлайн-трансляция, так что нас на самом деле больше. И пусть те, кто видит нас в Ютубе или на Фейсбуке, завидуют присутствующим здесь — тем, кто может друг другу улыбаться, прикасаться друг к другу.

Мы здесь собрались для того, чтобы обсудить в очередной раз (и нет чудеснее места для этого, чем Санкт-Петербург) индустрию коллективных инвестиций. Чем она живет, что в ней происходит, что (как мы прогнозируем) будет дальше. Не буду тратить время на представление: буду давать слово моим спикерам одному за другим и представлять их в этот момент. Но сначала скажу очень коротко, что думаю сам по поводу происходящего в индустрии коллективного инвестирования.



На первый взгляд, индустрия проигрывает брокерам в борьбе за интерес со стороны розничных инвесторов. Так ли это на самом деле, мы обсудим. Разница в количестве реальных инвесторов, работающих с брокерами, и пайщиков паевых инвестиционных фондов кратна в пользу брокеров. Это означает, что интерес к индустрии у розничных инвесторов только зарождается. А уж такого феноменального результата, который продемонстрировала индустрия биржевых фондов в течение 2020 года, когда количество пайщиков увеличилось с 70 тысяч на начало года до 1 млн 350 на конец года, индустрия финансового рынка не помнит ни в одном из своих сегментов.

Так вот, как мне кажется, интерес со стороны розничных инвесторов к финансовому рынку постепенно смещается (может быть, 2021 год даст нам дополнительные доказательства этого) в пользу индустрии коллективных инвестиций. Я думаю, что и регулятор, и индустрия должны сделать все, чтобы именно так и произошло. Потому что во многих отношениях инвестиции в паевые инвестиционные фонды гораздо более предпочтительны для розничных инвесторов, чем инвестиции в ценные бумаги напрямую. И чем меньшими средствами человек располагает, тем более справедливо это утверждение.

Я думаю, что здесь любые усилия по развитию индустрии не будут лишними.

И сейчас в нашей общей с Центральным банком повестке дня наличествует сразу несколько, на мой взгляд, сильных мер, которые гораздо больше позволят обратить внимание розничных инвесторов именно на индустрию коллективных инвестиций: на ИИС (в том числе ИИС-3 типа), на ПИФы. Главным бенефициаром этих мер, как я думаю, будет именно индустрия коллективных инвестиций.

Мы опять обсуждаем возможность разрешить вносить в паевые инвестиционные фонды валюту; мы думаем об освобождении от подоходного налога дохода, выплачиваемого по паям паевых инвестиционных фондов; мы думаем об отмене валютной переоценки налога

на доходы. Все это, на мой взгляд, очень здорово бы помогло интересам розничных инвесторов и должно быть сделано в ближайшее время.

Логично, что следующим выступающим будет Кирилл Пронин из Банка России, он поделится своими оценками происходящего в индустрии и расскажет о повестке регулятора.

Есть специальный вопрос, который я бы хотел адресовать Кириллу, это довольно свежая тема. Появилось предложение Центрального банка обсудить целесообразность совмещения деятельности по управлению паевыми инвестиционными фондами и деятельности по добровольному страхованию жизни. Индустрия коллективных инвестиций, насколько могу судить, отнеслась к этой инициативе с осторожностью. Но пусть они сами об этом скажут, когда у них появится такая возможность. Кирилл, прошу.

Кирилл Пронин. Алексей, большое спасибо. Коллеги, всем доброе утро! Начать я бы хотел с краткого анализа того, как мы прожили эти полтора года. Это были полтора сложных года в условиях ограничений, и, тем не менее, мы видим рост рынка, что, конечно, не может не радовать.

Много было сказано про хорошие макроэкономические условия. Но я думаю, что есть еще один очень важный фактор, который позволил рынку расти (и брокериджу, и ПИФам, и доверительно-му управлению), — это инфраструктура, электронные каналы продаж. Порядка 70–80% новых договоров заключается уже именно в онлайн. Это очень здорово, и, мне кажется, это один из ключевых факторов для развития рынка, для прихода розничных инвесторов.

В период пандемии регулятор вместе с саморегулируемыми организациями очень здорово поработали на тот предмет, чтобы несколько снизить регуляторную нагрузку. Это для нас был серьезный очень вызов: посмотреть, где регулятор может сделать шаг навстречу и найти баланс между, скажем так, надзорными потребностями и той нагрузкой, которую

способна выдержать индустрия в этот период. В плане регуляторных послаблений мы пошли навстречу в сборе отчетности, в контактных проверках. Важно, что часть этих послаблений мы сочли возможным имплементировать в дальнейшее регулирование. С 1 октября этого года вступят в силу изменения в порядок предоставления отчетности управляющими и спецдепами, произошли изменения в периодичности сбора отчетности. Надеюсь, коллеги, что вам это позволит несколько снизить трудозатраты.

Еще один важный момент. Мы пересмотрели критерии категоризации профучастников (деление на крупные, средние и малые компании) и тем самым дали дополнительные возможности тем компаниям, которые сегодня считаются малыми и средними. Некоторые компании сместились на ступеньку вниз, и жизнь стала для них чуть-чуть проще.

Но, конечно же, на повестке и у индустрии, и у регулятора стоит достаточно большой пул инициатив. Мы уже не один раз говорили о том, что очень важно развивать индустрию и инструменты именно коллективного инвестирования. Неквалифицированным инвесторам действительно важно, приходя на рынок, иметь возможность приобретать инструменты с умеренным уровнем риска, с хорошей диверсификацией. И, конечно, инструменты коллективных инвестиций должны быть у них в портфеле в первую очередь.

Если говорить про статистику рынка, про фондированность счетов, то здесь у меня чуть меньше оптимизма. Я смотрел статистику продаж инвестиционных паев розничным инвесторам: свыше 80% инвесторов приобретают паи на суммы до 10 тысяч рублей. То есть, приходит совсем розничный инвестор. Наверное, в ближайшем будущем мы все-таки увидим увеличение объема вложений именно в инструменты коллективных инвестиций, в биржевые фонды. Биржевые фонды бодро стартуют. Правда, база была низкая, и мы очень надеемся, что в

этом году их рост также будет достаточно ощутимым.

Если говорить про долю ПИФов в портфелях на брокерском обслуживании, то она у неквалифицированных инвесторов по-прежнему пока еще не очень большая — в районе 5% от стоимости портфеля.

Что в этой связи мне кажется важным. Хочу сказать про несколько моментов, которые сегодня стоят в повестке.

Во-первых, нужно завершить имплементацию тех изменений, которые прошли в 156-й закон и вступили в силу практически полтора года назад. В этом полугодии мы издадим акт о новых требованиях к правилам доверительного управления для фондов для неквалифицированных инвесторов. С нового года он вступит в силу, и у рынка будет возможность создавать фонды, в рамках которых можно будет и выплачивать промежуточный доход, и оплачивать паи в натуре.

Следующий момент — законопроект по отмене транзитных счетов. Мне кажется, это тоже довольно важный шаг. Мы обсуждали эту инициативу достаточно долго. К сожалению, не было возможности продвинуть эту инициативу в рамках больших изменений в 156-й закон. Но сейчас и регулятор готов, и нашли хороший механизм, как это имплементировать в закон. Законопроект уже внесен в Думу, мы очень надеемся, что он получит развитие в осеннюю сессию.

Было много вопросов на стадии проработки, но у нас есть глубокое убеждение, что, не приняв законопроект об отмене транзитных счетов, мы не сможем двигаться к той целевой модели, на которую рассчитывает рынок, — к модели выдачи паев в режиме T0. Соответственно, будем двигаться шаг за шагом. Сейчас нужно решить вопрос с транзитными счетами, дальше начнем создавать комфортную модель для того, чтобы можно было выдавать паи внутри дня.

Еще один достаточно чувствительный момент — налогообложение паев. К сожалению, конфигурация, которая складывается сегодня, по сути, не позволяет

управляющим компаниям напрямую продавать ПИФы так, чтобы клиенты получали налоговый вычет по ИИС. Все продажи идут либо через брокеридж, либо через счета доверительного управления, что влечет за собой, как мы видим в ряде случаев, концентрацию на отдельные фонды внутри стратегий доверительного управления. У нас это вызывает вопросы. Но, с другой стороны, здесь есть мотивация управляющих компаний продавать ПИФы через ДУ ИИС с целью предоставления клиенту налогового вычета.

Мы поддерживаем инициативу рынка о том, чтобы статус ИИС распространялся на счета непосредственно в реестре владельцев паев (где учитываются паи «физиков»). Насколько я знаю, законопроект находится в достаточно высокой стадии готовности. Очень надеюсь, что он также сможет продвигаться в осеннюю сессию.

Также регулятор планирует несколько поправить 4129 указание в части дополнения списка индексов. Мы думаем над тем, чтобы ввести туда критерии для индексов так, чтобы каждый раз не вносить изменения в это указание, это даст всем нам больше гибкости.

О чем еще важно сказать? Мы планируем во II полугодии внести изменения в регулирование стандартных стратегий индивидуального доверительного управления. Есть ряд вопросов, которые, нам кажется, нужно отработать совместно с индустрией. В ряде случаев мы смотрим на стандартные стратегии как на продукт, который конкурирует с ПИФами. И есть позиции, по которым точно хотелось бы видеть изменения: это подходы к определению доходности, к определению стоимости активов для учета, требования к инвестдекларации, к раскрытию информации и ряд других.

Регулятор в ближайшее время будет готов на площадке одной из саморегулируемых организаций провести обсуждение этого вопроса, наши предложения находятся в финальной стадии. Уверен, что получится хорошая, продуктивная дискуссия на этот счет.

О чем еще хотелось бы сказать. Есть тема, очень чувствительная для рынка коллективных инвестиций (но не только для него) — это тема фидуциарной ответственности. Выскажу личное мнение: мне кажется, что инструмент очень неплохой. Да, в определенной степени он, наверное, создал ограничения для НПФ. Но мы видим, как изменилось качество портфелей, нам нравится, что портфели стали очень качественными, НПФ показывают неплохую доходность. Мы бы хотели разумно гармонизировать подход в отношении тех инструментов, которые так или иначе связаны с управлением клиентскими портфелями. Я сейчас говорю даже не только об управлении фондами или доверительном управлении. Мне кажется, что принципы фидуциарной ответственности в равной степени должны работать еще и в сфере инвестиционного консультирования, здесь тоже есть ответственность перед клиентом. Инвестконсультирование бывает разным. Есть инвестконсультирование, в формате которого клиент, получив инвестиционную рекомендацию, принимает решение сам; а есть стратегии автоследования, робоэдвайзинг. Нужно подумать на предмет того, как здесь должна работать фидуциарная ответственность. Только ли таким образом, что инвестсоветник отвечает исключительно за соответствие рекомендованного инструмента инвестиционному профилю клиента, или все-таки, если клиент не принимает активного участия в исполнении рекомендаций, то ответственность должна быть несколько шире. Такую дискуссию с рынком тоже планируем провести.

Сейчас тему фидуциарной ответственности регулятор достаточно глубоко прорабатывает. Думаю, что в этом полугодии выйдем на открытое обсуждение наших предложений. От НАУФОР мы получили взгляд на то, как должна применяться фидуциарная ответственность. Безусловно, мы все это примем к сведению и, еще раз говорю, выйдем на открытое обсуждение.

Финализируя свое выступление, остановлюсь на теме совмещения лицензии по доверительному управлению и лицензии страховой компании. Да, такая инициатива есть.

Совмещение лицензий в рамках одного юридического лица позволит страховым организациям создавать продукты так называемого долевого страхования. Пока базовая модель предполагает, что страховая организация, получившая лицензию на доверительное управление, в полной мере будет соблюдать все те регуляторные требования, которые сегодня существуют для управляющих. В этом и заключается смысл: чтобы не было регуляторного арбитража. В свою очередь, предполагается, что и управляющие компании при наличии желания/возможности также смогут обратиться за получением лицензии страховой организации. Вот пока концепция выглядит так. Уверен, что еще будет обсуждение, что наши коллеги из департамента страхового рынка проведут дискуссию, в том числе с саморегулируемыми организациями, с НАУФОР.

Алексей, у меня, наверное, пока все. Если будут вопросы, я с большим удовольствием буду на них отвечать. **Алексей Тимофеев.** Конференция обещает быть интереснее, чем я думал.

Фидуциарная ответственность. Я хочу быть правильно понятым, мы не против фидуциарной ответственности как таковой. Если речь идет о той форме ответственности, которая предложена в законе о негосударственных пенсионных фондах, если речь об административной фидуциарной ответственности. Более того, мы согласны с тем, что в трех или четырех случаях, когда фидуциарная ответственность должна быть предусмотрена, она описана в законах абсолютно по-разному: в случае с инвестиционными фондами — одним образом, в случае с индивидуальным доверительным управлением — иначе, в случае с коллективными инвестициями — третьим образом.

Это неправильно, конечно. И административная — на мой взгляд, является

худшей из форм фидуциарной ответственности, в случае негосударственных пенсионных фондов.

Конечно, нужно добиваться унификации фидуциарной ответственности во всех этих четырех случаях, но ни в коем случае не распространять на них административную фидуциарную ответственность, работающую в случае с негосударственными пенсионными фондами. Я сейчас очень коротко об этом скажу. Потому что там это было сделано, на мой взгляд, неправильно, но в какой-то степени оправдывается ситуацией, которая сложилась в индустрии негосударственных пенсионных фондов. В индустрии паевых инвестиционных фондов — высококонкурентной, где борьба за доходность является ключевым элементом конкуренции, это будет исключительно вредно, это оправдать никак невозможно.

И, может быть, проблема негосударственных пенсионных фондов, почти не инвестирующих в акции, — не только в этом, но и в этом тоже. Если существует риск оправдывать каждое свое инвестиционное решение перед Центральным банком, а также риск того, что придется возмещать упущенную выгоду (которая, с точки зрения Центрального банка, могла негосударственным пенсионным фондом быть получена), то это не стимулирует стремление обеспечить своим клиентам большую доходность.

Кирилл, подхватишь тему?

Кирилл Пронин. Мне, конечно же, есть, что возразить, какие аргументы привести, в том числе с примерами. Но дискуссия будет тем интереснее, чем мы все к ней лучше подготовимся. Как только будут готовы проекты предложений Банка России, мы проведем хороший «круглый стол» и предложим на нем несколько вариантов видения того, как тот или иной сегмент (коллективное доверительное управление, индивидуальное ДУ, инвестконсультирование) должен регулироваться в плане фидуциарной ответственности.

На самом деле элементы фидуциарной ответственности, конечно же,

присутствуют и сегодня. Как Алексей правильно сказал, есть требования к возмещению реального ущерба, есть требования к управлению конфликтом интересов и возмещению реального ущерба при неисполнении этих требований. Это тоже элемент фидуциарной ответственности. Но еще раз всех призываю подготовиться к этой дискуссии, мы ее обязательно проведем. Спасибо. **Ирина Кривошеева.** Извините, можно еще на две копейки вставить про фидуциарную ответственность?

Все-таки хочется подчеркнуть, что — да, наверное, все участники готовы к экспертной оценке Центрального банка. К тому, что нас будут всячески ругать и порицать за все неправильное, что мы делаем. Но вот Алексей упомянул те дополнительные расходы, которые должна будет нести индустрия управляющих в случае имплементации такого же режима фидуциарной ответственности, как по НПФам... В составе структуры активов компании «Альфа-Капитал» входит 4 тысячи инструментов, идет много тысяч сделок в день (у некоторых коллег, может быть, больше). Если придется в отношении 50 тысяч сделок подшивать бумажки в папку или сохранять данные на серверах... то это даже хуже, чем проект XBRL. Дай Бог, чтобы Центральный банк (простите меня, регуляторы) действительно увидел пользу от проекта XBRL, над которым участники рынка мучатся последние три года, чтобы он смог создать хранилище данных и вообще никогда больше у нас не запрашивать никакую дополнительную отчетность.

То же самое с фидуциарной ответственностью.

Я прошу прощения, но меня очень резануло мнение, что НПФы «процветают». На самом деле они вот так и теряли возможности, шаг за шагом, после введения фидуциарной ответственности их осталось еще меньше. Индустрия ПИФов последние 10 лет вела себя очень корректно, не было никаких репутационных нюансов, и все это связано с очень жестким регулированием: по

составу и структуре активов, по наличию специализированного депозитария, по наличию аудиторов, по наличию дополнительных зон ответственности. Поэтому мы будем очень рады принять участие в дискуссии в плане не столько регуляторно-контрольном (эта зона находится в ведении регулятора), сколько именно операционном — по исполнению и администрированию этой темы. **Кирилл Пронин.** Вот не могу промолчать. Конечно же, мы за дискуссию. Но, мне кажется, все согласны с тем, что надо найти хороший, разумный баланс между тем, чтобы соблюдались интересы инвесторов (в корреспонденции с фидуциарными обязанностями участников рынка), и в то же время, чтобы не создавалась суперизбыточная операционная нагрузка. В этом наша задача.

Но сложно спорить с тем, что фидуциарные обязанности должны быть, они должны работать во всех тех случаях, когда есть, по сути, продажа доверия и управление портфелями. Наверное, их имплементация может отличаться в зависимости от того, какой вид деятельности мы рассматриваем. Так что давайте поработаем. **Алексей Тимофеев.** Я думаю, слушатели не совсем понимают, о чем идет речь, а мы увлеклись. Кстати, знаете, чем еще интересна наша дискуссия: некоторые вопросы, прежде чем они будут публично предложены Центральным банком к обсуждению, уже проходят через довольно интенсивные консультации, и мы довольно энергично спорим по многим такого рода вопросам.

Мы абсолютно за фидуциарную ответственность как за гражданско-правовую ответственность. Административная фидуциарная ответственность, реализованная в негосударственных пенсионных фондах, предполагает, что Центральный банк принимает решение о том, чтобы негосударственный пенсионный фонд возместил убытки, которые возникли, если, по мнению Центрального банка, инвестиционное решение было неоптимальным. Обжаловать это решение



можно в комиссии, которая в самом Центральном банке и создается.

Иными словами, мы согласны, что в том случае, если управляющий управляет недобросовестно, а инвестиционный советник дает советы недобросовестно, то они должны возмещать связанные с этим убытки. Если инвесторы считают, что для этого есть основания, то отправляются в суд и спорят об этом, добиваясь возмещения таких убытков.

Ирина, спасибо за реплику. Я бы хотела, чтобы ты высказалась вообще о своем видении происходящего в индустрии. Можем ли мы рассчитывать на то, что 2021 год будет годом перелома в отношении розничных инвесторов к индустрии

коллективных инвестиций? Увидим ли мы новые объемы, новых пайщиков? Что ты думаешь о совмещении деятельности? Придется ли Группе «Альфа» задуматься о совмещении деятельности управляющей компании с деятельностью по добровольному страхованию жизни?

Ирина Кривошеева. Спасибо, Алексей. Мы с большим уважением относимся к тому, что происходит в брокерском сообществе. Показатели роста количества клиентов (мы все видели последние данные — 12,7 млн счетов клиентов) вызывают искреннее уважение. Но все больше участников рынка, экспертов пытаются смотреть не только на количественные показатели, но и на качествен-

ные. Уже прозвучали данные по нулевым счетам. Но меня больше поразила статистика по концентрации: на 4% счетов приходится больше 92% активов.

Еще один показатель: количество счетов. Активных брокерских счетов — порядка 2,5–3 млн. Соответственно, в индустрии коллективных инвестиций и доверительного управления, по экспертной оценке, сейчас имеется порядка 2 млн клиентов. При этом у управляющих нулевые счета в принципе невозможны, потому что доверительное управление — это управление активами, и то же самое в паевых инвестиционных фондах.

То есть можно сказать, что индустрии развиваются сопоставимо. При этом

средний счет у брокеров в целом выше: там есть докупки, есть более активные вторичные продажи. В целом, на российском рынке сейчас соотношение по активам между брокерами и индустрией коллективных инвестиций составляет где-то 1:5, тогда как в мире, наверное, это 1:1. То есть, российская индустрия коллективного управления имеет потенциал роста в 4–5 раз. Это должно соответствовать, в общем-то, и потребностям клиентов. Потому что, если смотреть на любые данные, любые исследования, то видно, что потребность клиента либо самостоятельно торговать, либо все-таки довериться профессионалам — базово сопоставимы. Может быть, 50 на 50. А дальше уже идет тема того, как активно себя ведут участники рынка.

Но если посмотреть с другой стороны, на состав и структуру активов, то мы видим, что брокерская индустрия ведёт себя чуть более агрессивно. Сейчас, по последним данным, более 50% в структуре активов на брокерских счетах розничных инвесторов составляют акции (преимущественно, иностранные акции). А в портфелях управляющих компаний доля акций — порядка 15%. Можно сказать, что это две поведенческие концепции — более агрессивный подход и более умеренно-консервативный, чуть более краткосрочное поведение и чуть более долгосрочное. Эти стратегии на российском рынке тоже становятся более очевидными.

В то же время есть тема, над которой стоит задуматься: средний возраст клиентов. Очевидно, что брокеры работают с более молодой аудиторией. У клиента индустрии управления активами средний возраст, по разным данным, в районе 45–50 лет. Брокерское сообщество научилось работать с молодой аудиторией, с новыми инвесторами. Неважно, за счет чего — элементов геймификации или более простого языка донесения преимуществ работы с инструментами фондового рынка. Тем не менее, этот перекоп сейчас на нашем рынке точно

есть. Хотя весь международный опыт говорит о том, что для новичков продуктом первого выбора, скорее, должен быть инвестиционный фонд в том или ином виде. Потому что все-таки это диверсифицированный продукт, он дает возможность более плавного вхождения в рынок, меньшие риски. Вот над чем должна работать наша индустрия.

В этом плане мне понравилось выступление Дэйва Портного, который сказал, что — да, я активно торгую, но при этом значительная часть моих сбережений находится в паевых инвестиционных фондах. В том же «Робин Гуде» средний брокерский счет клиента — 240 долларов, при этом средняя американская семья имеет 150 тысяч долларов инвестиций в 4 паевых инвестиционных фонда.

Мне хотелось бы, чтобы наша индустрия более четко говорила клиенту: если хочется экшена, то, пожалуйста, вот тебе брокерский счет. Но следует знать, что нужны накопления на безбедную старость, на личные цели. Такой подход, более умеренно-консервативный, обеспечивает управляющая компания. Мы видим, что на долгом горизонте такое поведение является оправданным.

В плане второго вопроса, по совмещению. Регулятор в последние годы очень много делает для развития индустрии коллективных инвестиций. В ближайшее время будут реализованы несколько важных инициатив: формат T0; в следующем году — возможность формирования фондов с выплатой дивидендов через купон; инициатива по созданию ИИС-3 типа; развитие рынка биржевых фондов. Здесь скорее возникают внутренние опасения, в состоянии ли сама наша компания успеть все это быстро реализовать, потому что это очень серьезные технические изменения.

Алексей Тимофеев. Даже, может быть, улучшать ничего не нужно. Приостановка регулятивной активности будет сама по себе очень позитивным шагом.

Ирина Кривошеева. И особенно это важно в контексте ИИС: очень хотелось

бы, чтобы все-таки сейчас не менялись правила игры ни по первому, ни по второму типу ИИС. Ведь системное доверие к новому инструменту только появилось.

Но добавление нового элемента — ИИС-3 типа — нам кажется стратегически очень важным именно в контексте того, что управляющие компании должны быть с клиентами на долгий период. Нужен 10-летний срок инвестирования, возможность получения льготы на входе и на выходе, возможность формирования стратегий, исходящих из целей самого клиента. Мы очень ждем появления ИИС-3 типа, для того чтобы сформировать целевые стратегии инвестирования. Я уверена, что такие варианты предложит большинство игроков, потому что на десятилетнем горизонте можно создать очень интересные продукты.

Ну, и в завершение хотела коротко прокомментировать тему ДСЖ, добровольного страхования жизни. Я не знаю, все ли видели новую концепцию Центрального банка, которая говорит, что а почему бы страховщикам жизни не начать получать лицензии управляющих компаний и не начать создавать фонды (непонятно, правда, открытые или закрытые) под, условно, продукты инвестиционного страхования жизни.

Нам кажется, что эта тема требует очень детального обсуждения. Почему нужно, чтобы был и швец, и жнец, и на луде игрец? Зачем страховым компаниям нужно получать эти лицензии вместо того, чтобы гармонично взаимодействовать с управляющими компаниями, которые уже имеют нужные навыки, ресурсы и так далее? Не лучше ли страховщикам делать страховую составляющую, а управляющим компаниям — управлять паевыми инвестиционными фондами. Зачем смешивать эти два вида деятельности? Для меня это пока неочевидно.

Особенно если помнить про негативный шлейф, в том числе в пиапространстве, связанный с продуктами индивидуального страхования жизни,

с количеством мисселинга именно по этому продукту. Особенно в сравнении с вылизанной индустрией паевых инвестиционных фондов, честь которой мы так активно блюли последние десять лет. Ведь клиенты не особенно понимают ни что такое ДСЖ, ни что такое СЖ. К ним придет какой-то маленький страховщик, который начнет предлагать коллективные инвестиции. А потом вдруг окажется, что с этим маленьким фондом что-то произошло, начнут говорить/писать, что, оказывается, и в паевых инвестиционных фондах тоже бывает всякое. И зачем это?

Мы будем разговаривать со страховым сообществом. Будем именно как участник рынка убеждать страховое сообщество, что им нет смысла создавать собственные команды (дорогостоящие команды, если они хорошие) портфельных управляющих, аналитиков, создавать риск-менеджмент всех процессов, вкладываться в инфраструктуру для того, чтобы рассчитывать стоимость пая, размещать информацию и так далее. Просто нет смысла все это делать, ведь у них есть возможность выбора управляющих компаний в качестве партнеров.

Я уверена, что в нашей группе (мы уже провели первоначальное обсуждение) именно такой позиции будем придерживаться. Убеждена, это поддержат и наши общие акционеры.

Кирилл Пронин. Алексей, можно несколько комментариев по последней теме? Знаете, это очень непростой вопрос. Любая страховая компания будет исходить из экономической целесообразности. Если ей более выгодно работать с независимой управляющей компанией, она будет работать с ней. Но если она видит в таком варианте издержки (операционные, финансовые), то будет стремиться реализовать возможности УК внутри своего юридического лица.

С другой стороны, чем отличается эта ситуация от текущей, когда сегодня любая страховая компания, по идее, может в своей группе создать в рамках отдельного юридического лица бизнес

по управлению активами? Мне кажется, вообще ничем. Просто это для страховой компании дороже в плане капитала, комплаенса и прочих подобных аспектов, потому что нужно поддерживать два бизнеса. В этом плане совмещение лицензий в рамках одного юридического лица издержки позволит снизить.

С другой стороны, я помню, что есть запрос у брокеров, у управляющих на то, чтобы получить функцию по проведению платежей в своей экосистеме: чтобы не только оказывать услуги по брокерскому обслуживанию, по управлению активами, но еще и проводить платежи, вести электронные кошельки. Но ведь и здесь тогда можно на ситуацию посмотреть с обратной стороны: а зачем вам это, ведь есть банки, есть НКО, которые эти сервисы оказывают. И я уверен, что в ответ услышу, что это позволит снизить издержки на эквайринг, что какие-то операционные вопросы будут решены более комфортно, в том числе для клиента, для бизнеса профучастников.

Мне кажется, это одного поля ягоды. К вопросу совмещения надо подходить достаточно объективно, взвешенно. Возможность совмещать виды деятельности — это возможность создавать новый продукт с минимальными издержками. Главное, чтобы здесь не возникала тема регуляторного арбитража, чтобы не нарушались права клиентов, регулировался конфликт интересов. Мы же исходим из того, что при совмещении страховые компании должны будут выполнять тот же самый объем регуляторных требований.

Евгений Зайцев. Можно в эту же дискуссию добавить вопрос?

Алексей Тимофеев. Я хочу представить Евгения Зайцева, который представляет УК Сбера.

Женя, можно начать с темы, которую мы сейчас обсуждаем, но потом я хочу, чтобы ты рассказал, как вы справляетесь с конкуренцией со стороны брокерских продуктов. И есть специальный для вас вопрос, про объем биржевых фондов в активах доверительного управления, —

чтобы ты прокомментировал, с чем это связано.

Евгений Зайцев. Спасибо большое. Я хотел бы задать вопрос Кириллу в рамках завершения дискуссии. Мы искали какие-то best practice в плане слияния лицензий, но особо интересной информации не нашли. Хотели бы разобраться поглубже, особенно в плане мирового опыта. С удовольствием примем участие в дальнейшей дискуссии по этому вопросу.

Кирилл Пронин. Более детальное обсуждение темы долевого страхования будет организовано коллегами из департамента страхового рынка, ДСР. Мы, безусловно, тоже будем активными участниками этого процесса. Но, тем не менее, мне кажется, что в Европе вполне себе работают инструменты unit-linked. Другое дело, что (если я правильно помню), это работает с баланса самой страховой компании, а не в рамках разных лицензий.

Евгений Зайцев. Мы в стадии изучения этой инициативы. Хорошо, если есть такой мировой опыт, мы внимательно его посмотрим и, как я уже сказал, активно присоединимся к дискуссии.

Возвращаюсь к вопросу, который задал Алексей, то есть как мы видим ситуацию, связанную с конкуренцией между продуктами управляющих компаний для частных инвесторов и такими же продуктами брокеров. Если посмотреть на весь мировой тренд развития рынка ценных бумаг и частных инвестиций, то он, в общем-то, подсказывает следующее: в любом случае активный вход на этот рынок происходил всегда через брокерские счета. Естественно, после того как этот рынок стал более доступным для частных инвесторов, в том числе за счет цифровизации, за счет создания налоговых стимулов.

Но если посмотреть на структуру выручки основных американских брокерских домов, типа «Чарльз Шваб», то мы увидим, что стандартные комиссии за брокерское обслуживание перестали существенно влиять на выручку, а во многих случаях эти комиссии вообще сведены до нуля.

Ярчайший пример — события 2018–2019 года на американском брокерском рынке, когда тот же самый «Чарльз Шваб» просто поставил нулевые комиссии и начал покупать коллег с брокерской моно моделью бизнеса. Потому что к этому времени сам «Шваб» все сделал для того, чтобы у него появилась возможность торговать на брокерских счетах продуктами, которые производятся на платформе эссет-менеджмента. По этому пути пошли многие брокерские дома. Конкуренция достаточно высокая, и она привела к тому, что основные потоки комиссионного вознаграждения перемещаются в сторону продуктов с добавленной стоимостью. В первую очередь это услуги, связанные с инвестиционным консультированием на брокерских платформах, в основе которых лежат инструменты доверительного управления.

Мне кажется, что этот тренд мы наблюдаем и у нас, в Российской Федерации. Но убежден, что пятикратная разница в размере комиссии, которую мы видим сейчас, должна схлопнуться в ближайшее время за счет более тесного сотрудничества управляющих компаний и брокерских компаний.

Наша компания вкладывает в это много сил. Вся история, связанная с развитием рынка биржевых паевых инвестиционных фондов и продуктов нашей управляющей компании, направлена как раз в эту сторону. Буквально вчера мы запустили на Московской бирже торги новым классом биржевых паевых инвестиционных фондов, так называемые «умные фонды». Это как раз про синергию между брокером и управляющей компанией.

В основе концепции «умного фонда» лежит идея ребалансировать счета частного инвестора непосредственно за счет паев БПИФа как ценной бумаги на счете конкретного клиента. Мы ушли немножко в другую парадигму: вся ребалансировка осуществляется в этом продукте на стадии ребалансировки самого индекса. В этом, собственно говоря, состоит отличие от текущего многообразия монобиржевых паевых инвестиционных фондов. Для

инвестора это замечательная история: фактически он получает услугу доверительного управления по цене пая биржевого паевого инвестиционного фонда. Транзакционные издержки, в том числе налоговые, при этом меньше: потому что на счете клиента, в общем-то, лежит одна ценная бумага, и он с этой ценной бумагой может жить всю жизнь. Этот замечательный, с нашей точки зрения, продукт появился как раз на стыке сотрудничества брокера и управляющей компании.

Инвестиционное консультирование, которое мы дополнительно будем продвигать опять-таки в рамках взаимного сотрудничества — также мировой тренд. Это может быть цифровой вариант, это может быть вариант, более сконцентрированный на каждом клиенте, но, тем не менее, это тот путь, который, я думаю, приведет к тому, что от конкуренции мы перейдем к более тесному сотрудничеству.

Кстати говоря, полагаю, что в недалекой перспективе и брокерские комиссии за торговлю биржевыми паевыми инвестиционными фондами на брокерской платформе тоже будут стремиться к нулю.

Что касается вопроса о том, что на наших счетах доверительного управления очень много наших же фондов. У нас в свое время была дискуссия на эту тему с Центральным банком. И, как мне кажется, мы поняли друг друга. Это элементы того самого доверительного управления средствами массового частного инвестора, которое невозможно сделать просто со счетов доверительного управления, поскольку это влечет достаточно большую операционную нагрузку.

Мы приветствуем любые формы коллективного управления, считаем, что это оптимальный продукт для построения любых вариаций на тему управления средствами массового инвестора. Отсюда такое большое количество паевых фондов и биржевых фондов на счетах наших клиентов. Это сознательный выбор, он дает возможность диверсифицировать активы, упростить операционную составляющую и снизить издержки для наших клиентов.

Алексей Тимофеев. Я-то думаю, что чем дальше, тем больше таких решений мы будем видеть. И с этим нужно согласиться, на мой взгляд. Потому что на самом деле это аналогия той схемы, которая работает за рубежом. Робоэдвайзер за рубежом всегда или почти всегда корреспондирует с ETFом, ряд ETFов создается под те стратегии, которые предлагает робоэдвайзер. Таким образом, западная связка «робоэдвайзер + ETF» превращается в нашей юрисдикции в связку «доверительное управление + биржевой фонд».

Какие-то претензии, связанные с комиссиями в этом случае, наверное, могут быть справедливыми. Но чем больше будет развиваться конкуренция в этой области, тем меньше такое структурирование будет вызывать возражений и с точки зрения издержек тоже. Прав ли я в вашем случае, Евгений?

Евгений Зайцев. Биржевой паевой инвестиционный фонд (либо паевой инвестиционный фонд) на счете доверительного управления (либо на ИИС) — конструкция, которая добавляет ценность этому продукту. И когда мы ведем дискуссию относительно выделения пая ПИФа в отдельную налоговую юрисдикцию, это как раз история, которая приведет нас к совершенно другому клиентскому пути, в том числе по продуктам доверительного управления.

Это замечательная инициатива. Насколько понимаю, Центральный банк ее разделяет. И нам бы очень хотелось приблизить момент возможности уже на практике переконфигурировать наши продукты. Я имею в виду не только продукты Сбера как доверительного управляющего, но продукты всего рынка. Это очень существенный шаг.

И, конечно, не могу не коснуться истории, связанной с возможностью торговли на отечественной бирже ETFами западных компаний. Естественно, если есть спрос, то надо его удовлетворять. Но надо понимать состояние, в котором наша индустрия биржевых паевых инвестиционных фондов



находится в текущий момент, и учитывать ту ликвидность, которую мы можем получить с нашего локального рынка.

Считаю очень важным, чтобы на определенной стадии развития нашего рынка были предприняты определенные шаги, которые бы стимулировали приобретение российскими инвесторами именно продуктов российских локальных игроков.

Мы бы с удовольствием производили не просто локальные продукты доверительного управления (в виде биржевых паевых инвестиционных фондов, монофондов, «умных фондов» — не столь сейчас важно, каких именно продуктов), если могли на нашем рынке получить весь объем инструментов для того,

чтобы диверсифицировать эти портфели в плане ликвидности и возможности ребалансировок. Поэтому нам все равно придется формировать фонды, включая туда западные инструменты западных эмитентов. Но самое главное — этот продукт должен быть произведен локальным игроком. И тогда он вполне, с моей точки зрения, имеет право на дополнительные, в том числе налоговые, преференции.

Алексей Тимофеев. Я полностью разделяю эту точку зрения. Знаю, что у индустрии по-прежнему разные мнения по этому поводу. Тем не менее, нам нужны более убедительные доказательства для инвестиций российских розничных ин-

весторов в российские биржевые фонды. Вот в этом, как мне кажется, должно быть направление регулятивной политики. Очень логично, что следующим выступающим будет Андрей Звездочкин из «АТОНа», — человек, который отвечает и за брокерский бизнес, и за коллективные инвестиции. Особенно в связи с тем, что «АТОН» недавно создал целое семейство биржевых фондов.

Андрей, почему вы так поступили? Наверное, вы решили, что это продукт, который будет востребован, что за ним будущее? И что именно нужно сделать для того, чтобы это было сделано «АТОНом» не зря? чтобы ваши биржевые фонды, да и все российские биржевые

фонды чувствовали себя не менее конкурентными, чем зарубежные ЕТФы?

Андрей Звездочкин. Алексей, спасибо. Коллеги, добрый день!

На российском рынке в последние годы происходят удивительные события, многое было предсказать еще несколько лет назад. Индустрия биржевых паевых инвестиционных фондов — как раз то место, где фантастические вещи развиваются на наших глазах.

В 2018 году появились первые фонды. В этом году операции с биржевыми паевыми инвестиционными фондами сделали уже 1 млн 400 тысяч человек. Это количество сопоставимо с общим количеством людей, торгующих акциями. Сейчас на рынке 79 фондов, 17 компаний являются провайдерами биржевых паевых инвестиционных фондов. Фонды дают инвесторам возможность получить аллокацию на 50 стран, в них заведены активы на сумму больше 120 млрд рублей. И это на рынке, который появился в 2018 году.

Я должен выразить отдельное уважение тем компаниям, которые были первыми на этом рынке: это Сбербанк, «Альфа-Капитал». Они увидели перспективы и, собственно, толкнули рынок в то состояние, в котором он находится сейчас.

Наша собственная история того, как мы оказались на этом рынке, особенная. Наши партнеры из «Альфа-Капитал» попросили нас выступить маркетмейкером по их первому биржевому фонду. Только согласившись, мы поняли, насколько сложная задача стоит перед маркетмейкером: это огромные инвестиции в технологию, это весьма ресурсоемкая по организации деятельность, это необходимость обеспечить минимальные издержки для того, чтобы люди могли в этих продуктах в любой момент войти и выйти. Этот первый шаг нам запомнился, скажем так.

Но, сделав несколько шагов в плане маркетмейкинга, мы построили весьма продвинутую платформу и стали партнерами по ликвидности для большого количества управляющих компаний и фондов. Мы сейчас поддерживаем в плане ликвидности

примерно 64% всех фондов. В среднем каждый день проходит 31 тысяча сделок с биржевыми фондами. По ликвидности количество сделок по БПИФам сейчас превышает количество сделок по наиболее ликвидным российским акциям. Повторюсь, рынок возник в 2018 году. Только за один день, 31 мая, мы сделали 147 тысяч транзакций, когда западные рынки были закрыты. Мы обеспечиваем ликвидность в любых ситуациях — открыты ли рынки, закрыты ли рынки. 147 тысяч транзакций.

Мы ожидаем, что в ближайшее время появится еще больше новых продуктов, и это не может не радовать. Чтобы понять, каковы перспективы российского рынка, достаточно посмотреть на иностранные рынки, там в биржевых фондах — без малого 9 трлн долларов активов. Это критерий, который явно показывает, где может оказаться российский рынок и в каком направлении он будет развиваться.

Мы говорим сегодня на конференции, что в России преобладают брокерские услуги. Но вот появился совсем свежий рынок, и уже 1 млн 400 тысяч инвесторов сделали операции с биржевыми фондами. Это достойно отдельного осмысления. Продукты только появились, и сразу огромное количество людей начало в них инвестировать.

Вероятно, ключевое для развития рынка управления активами — это доверие. Получается, что к БПИФам доверие появляется быстрее. Может быть, потому что там индексы понятные, структура инвестирования понятная, сравнительно с активно управляемыми стратегиями. Может быть, ответ в этом. То, что в индустрии происходит, делает индустрию более устойчивой, прозрачной, возникает то самое доверие, которое приводит на рынок новых клиентов, новых инвесторов. Потому что из нашей статистики очевидно, что клиенты, которые инвестируют через продукты управления активами, получают лучшие результаты, нежели при самостоятельной торговле.

В конечном итоге, пройдя весь путь компании, которая поддерживает ликвид-

ность по биржевым фондам, мы пришли к пониманию, что нужно сделать следующий шаг. В апреле мы анонсировали и запустили линейку из 17 биржевых фондов. Мы верим в то, что для российского рынка и для российских инвесторов очень важный аспект — диверсификация, причем диверсификация не только в российские активы, но и глобальная.

Мы живем немного в особенной ситуации. С 2008 года рынки растут. Была короткая пауза в 2020 году, когда рынки обвалились в пропасть, но в целом мы живем в ситуации, когда с 2008 года рынки растут и показывают прекрасную доходность для инвесторов. Это приводит на фондовый рынок новых клиентов, особенно с учетом низких ставок. Но так было не всегда. В XXI веке рынки корректировались, и не один раз, коррекция была крайне болезненной, крайне глубокой. Готовность к такого рода потрясениям на рынке — это прежде всего портфель, диверсифицированный портфель из разных классов активов. Это основное правило: структура портфеля определяет в итоге его финансовый результат.

Сейчас мы фактически дали ритейловым клиентам возможность построить за небольшие деньги диверсифицированный портфель, в который могут войти разные классы активов, в разных географических аллокациях. Это очень важно. Это сильно поможет клиентам не потерять, получить максимум от своих инвестиций с разумным риском. Мы в это верим, поэтому сделали этот шаг, и полагаем, что это важно для рынка в целом. Я надеюсь, что рынок будет расти и развиваться.

Что касается доступа ЕТФ. Есть правило: не ремонтируйте то, что работает. Но в данном случае речь идет не о ремонте, а о развитии рынка. Могу лишь согласиться с тем, что уже было сказано: давая людям новые возможности, не забывать о российских участниках рынка, которые проинвестировали ресурсы (интеллектуальные, финансовые) в создание российского рынка биржевых паевых инвестиционных фондов. Спасибо.

Алексей Тимофеев. Андрей, спасибо. Я разделяю ту точку зрения, что интерес к биржевым фондам — это интерес не только к пассивному управлению, но к коллективному инвестированию в целом. Просто по аналогии с биржевыми фондами мы увидели, что те недостатки, которые мешают людям инвестировать в открытые фонды, будь они убраны, наверное, спровоцируют не меньший (а может быть, больший) интерес к открытым фондам, чем сегодня к биржевым фондам. Давайте уберем препятствия и проверим эту гипотезу.

Следующим выступающим, это тоже очень логично, я вижу Романа Горюнова. Вот что я думаю относительно того, что делает Роман. Я думаю, что локализация рынка иностранных финансовых инструментов является одним из главнейших достижений российского финансового рынка последних лет. Люди пошли на финансовый рынок и с большим удовольствием стали приобретать иностранные финансовые инструменты. Думаю, что большинство из них пошло на финансовый рынок ровно потому, что им были предложены разнообразные, в том числе иностранные финансовые инструменты.

Мне кажется, локализация рынка иностранных финансовых инструментов доказывает, что огромное значение для развития рынка имеет разнообразие финансовых инструментов. 215 российских акций и 350 облигаций, торгуемых на организованном рынке — далеко не достаточно для того, чтобы люди на этот рынок обращали внимание. Естественно поэтому, что российский рынок оказался бенефициаром локализации рынка иностранного. Чем больше возможностей по диверсификации своих рисков российские розничные инвесторы имеют, тем с большей охотой они приобретают и отечественные ценные бумаги. Мы, наверное, на втором сессии об этом поговорим. Мы видим увеличение объемов инвестиций и в российские ценные бумаги тоже. Не только иностранные ценные бумаги являются бенефициаром этих изменений, российский рынок тоже.

Второе, что хотел бы сказать: российский рынок отнюдь не пользуется интересом со стороны эмитентов иностранных финансовых инструментов. Если бы мы шли по пути допуска на российский организованный рынок только спонсируемых финансовых инструментов, то, наверное, не создали такого глубокого и разнообразного рынка, который есть сейчас. Но в этом смысле мы непоследовательны, потому что в отношении ETFов по-прежнему связываем допуск их на российский рынок с мнением их администратора.

Роман является одним из наиболее, наверное, сильных апологетов упрощения допуска иностранных ETF на российский рынок. Кому, как не ему, на этот счет высказаться.

Роман Горюнов. Спасибо. Но можно я начну не с этого, а с общего взгляда на то, что происходит в мире.

На мой взгляд, мир поменялся. Поменялся он за счет упрощения технологий доступа на рынок для огромного числа частных инвесторов во всем мире. Это не только российский тренд, это мировой тренд. «Робин Гуд» в некоторые дни открывает по миллиону счетов в день на американском рынке, хотя мы всегда считали, что там уже торгуют все, кто хотел.

Впервые, наверное, за всю историю мирового фондового рынка (говорю про рынок акций, в первую очередь) поведение рынка стали определять частные инвесторы. Раньше всегда считалось, что ритейл — ничего не понимающее сообщество, вот профессионалы знают правильную цену, а ритейл ничего не понимает. Но за последние несколько лет (а может, месяцев) за счет упрощения доступа и прихода миллионов даже маленьких счетов выяснилось, что рынок идет туда, куда думает ритейл. Причем инвестиции носят интуитивный, спонтанный характер, а инвестиционные идеи упрощаются.

Условно говоря, в прошлом году наступила пандемия, авиакомпании перестали летать, — их акции будут падать, все пользуются программой Zoom — его акции надо покупать. Прикол в том, что

это работает: авиакомпании действительно падают, а Zoom растет, вне зависимости от их финансовых показателей.

В этой связи плохая новость адресована индустрии активного инвестирования, потому что в этих условиях обыгрывать индекс становится очень сложно. Думаю, ни один профессиональный управляющий не мог предсказать, что Tesla за полтора года может вырасти в 10 раз, это противоречит всем фундаментальным и каким угодно показателям. Но цены на рынке сейчас не определяются тем, как чувствует себя компания, они определяются тем, что люди думают об этой компании.

Причем действует еще один фактор, опять же не только в России, а по всему миру: омоложение инвесторов и приход на рынок поколения геймеров, которые относят к инвестированию как к некоторой форме игры. Они с детства привыкли в гаджетах покупать всякие виртуальные активы, зарабатывать, для них это является образом жизни. И к инвестициям они стали относиться, как к продолжению обычной их поведенческой модели, которая вырабатывается с детства. Люди покупают компании, в которые верят, фактически деньгами начинают голосовать за те или иные компании. Они покупают, потому что им нравится компания, и они своими деньгами ее поддерживают. Это не имеет никакого отношения к текущим финансовым показателям компании, ее бизнес-планам и прочему. И это тоже стало фактором поведения рынка, который обычно, стандартному управляющему/аналитику очень сложно оценить. Именно поэтому сейчас огромным спросом в мире стала пользоваться market data поведения частных инвесторов. То есть поведение частных инвесторов само по себе становится для анализа ценностью, не менее важной, чем финансовые показатели компании.

Это изменение поведения рынка оказывает огромное давление на активных управляющих. В этой связи введение фидуциарной ответственности в том виде, в котором Алексей ее озвучил, на мой



взгляд, если не похоронит эту индустрию в России, то, по крайней мере, сделает ей очень больно, потому что просто убьет предпринимательский посыл управляющего, его способность брать риск.

Очевидно, что инвестиции — это взятие риска, ведь никто не знает, что будет с рынком. И если принятие инвестиционного решения, принятие риска вдруг станет таким, что управляющий за него будет отвечать (риск же может реализоваться, и управляющий в этой ситуации стопроцентно огребет, извините за выражение), то все перестанут рисковать. На мой взгляд, это оставит мало шансов для развития индустрии активного управления, особенно в нынешней ситуации.

Но хорошая новость заключается в том, что индустрия пассивного управления в этих условиях будет развиваться и множиться. Пассивные управляющие обыгрывают активных в результате того поведения рынка, которое сейчас имеет место. Естественно, это мультиплицирует спрос на пассивное управление. Дальше индустрия просто растет, потому что в пассивное управление приходит огромное количество денег.

Мы видим, что это происходит и в мире, и в России. Так и будет продолжаться: индустрия пассивного управления будет активно развиваться. Но индустрию активного управления я бы предложил защищать и стимулировать, а не ограничивать.

Теперь немножко про российский рынок. За полтора года на российский рынок внезапно пришла конкуренция, пришла в виде Санкт-Петербургской биржи, которая на текущий момент по объемам торгов занимает существенную долю всего российского рынка акций. Команда Санкт-Петербургской биржи при этом всегда считает себя партнером профучастников рынка. Мы стараемся максимально создавать для них условия, развивать продукты и сервисы, которые нужны участникам рынка. В этой связи я бы предложил подумать, чего же вам хотелось бы от инфраструктуры биржевого рынка: опций, которых сейчас нет, но можно было бы сделать. Мы в этой части всегда открыты к изменениям.

Что мы уже сделали и что собираемся сделать? Я покажу один слайд, который все это опишет. На графике мы видим поведение акций компании «Virgin Galactic» в понедельник, 24 мая после того, как в субботу успешно запустилась ракета. Мировой рынок открылся на Санкт-Петербургской бирже, первые цены на «Virgin Galactic» появились на нашей площадке в 7 часов утра. Более того, к моменту открытия американского рынка, к 16:30, объем торгов на Санкт-Петербургской бирже был, в принципе, равен объему премаркета NASDAQ. Весь объем питерской биржи в этот день составлял 15% от объема NASDAQ.

Это показывает, что именно мы как российская юрисдикция сделали. Мы создали премаркет, который сейчас по объемам конкурирует с премаркетом основного рынка, мы получили центр ценообразования в период времени, когда другие площадки или просто не работают, или значительно менее ликвидны, чем мы. Помимо того, что мы дали российским инвесторам возможность торговать и на этом зарабатывать, мы вдобавок создали центр притяжения для международных инвесторов. Потому что наше предложение — уникальное, другого в мире сейчас нет.

Помимо всего прочего, 80% оборота на нашей площадке — это локальный оборот внутри российской инфраструктуры, внутри российского рынка. Несмотря на наличие на международных площадках возможности бест экзекьюшен, если там цены лучше, все равно 80% сделок проходят внутри нашей биржи. То есть фактически мы на текущий момент удвоили объем российского рынка, удвоили доходы всей индустрии российского рынка акций. Удвоили! Инвесторы получили возможность дополнительно зарабатывать деньги и после этого вкладывать их в различные инструменты. Инвесторы не выбирают по опции «российский/нероссийский», они выбирают конкретные компании. Им, в общем, без разницы, российская компания или не российская. Если они видят интерес

в «Газпроме», то покупают «Газпром», если завтра интересна Tesla, то покупают Tesla. Последние два месяца мы видим достаточно серьезный переток объемов в российские бумаги просто потому, что там идут дивидендные выплаты. Американский рынок перестал расти, российский рынок растет, и объемы сделок перетекают в российские бумаги.

Это я все к вопросу об ETFax. Мое глубокое убеждение заключается в том, что допуск в Россию ETFов увеличит объемы нашей индустрии еще процентов на 30, во-первых. Люди заработают больше денег, во-вторых. И, в-третьих, они более активно будут покупать локальные инструменты, в том числе локальные биржевые ПИФы.

Соответственно, задача всех сидящих здесь — сделать продукты, которые будут интересны инвесторам. А не пытаться заработать дополнительную маржу, в 10 раз накрутив цену и считая, что инвесторы купят какую-то бумагу в 10 раз дороже просто потому, что ее нельзя купить напрямую.

По нашей оценке, ETF — одна из самых важных причин того, почему до сих пор люди выходят посредством прямого доступа на международную биржевую инфраструктуру. Объем ETF сейчас больше, чем объем базового актива. Мы просто не даем российским инвесторам возможность торговать половиной мирового рынка. Естественно, за этой половиной рынка они идут туда, где ее можно купить. Так что давайте уже договоримся в этой части, закончим дискуссии и получим выигрыш со всех сторон.

Теперь пару слов о том, что мы хотим предложить в части развития индустрии БПИФов. Во-первых, мы в ближайшее время намерены начать создавать линейку индексов для БПИФов. У нас есть уникальная market data, я уже это показал: работающие с 7 часов утра индексы по широчайшему кругу инструментов. Поэтому уже можно к нам приходиться с идеями и запросами.

Во-вторых, мы запустили торговлю международными евробондами, ма-

ленькими лотами. Там присутствует достаточно серьезная необходимость инвестиций в листинг, в раскрытие информации, но мы готовы в этой части (тоже по запросам участников) добавлять бумаги и расширять линейку.

На этом выступление закончу, чтобы не слишком сильно занимать время. **Ирина Кривошеева.** Еще раз хочу озвучить позицию компании «Альфа-Капитал»: мы не против иностранных провайдеров, мы за российских провайдеров, давайте услышим разницу. Мы понимаем, что сейчас есть регуляторный арбитраж. Но, послушайте, одной индустрии три года, а второй почти 35 лет. Давайте выпустим на один ринг трехлетнего детеныша и 35-летнего мужика и скажем: ой, какая неожиданность, трехлетний не смог конкурировать.

У ETFов и масштабируемость, и операционные издержки совершенно другие. У них другие регуляторные требования. Им не нужно делать КИДы, не нужно раскрывать информацию в том формате, в каком это делает российская управляющая компания, им не нужно каждые 15 секунд обновлять стоимость чистых активов, им не нужны аудиторы, не нужны биржи, им не нужно хранить бумаги исключительно в одном НРД, если речь идет об иностранных ценных бумагах. Им еще много чего не нужно, а нам нужно. Так давайте добиваться равноправия. Тогда пусть и российской индустрии не нужно будет всего этого делать.

Обратите внимание, почему Андрей Звездочкин говорил о маркетмейкинге и уполномоченных лицах? В мире порядка 300 ETF производили корпоративные действия — слияния, объединения. Это в порядке вещей. А что произойдет, если объединится один БПИФ с другим? У нас вот 1 млн 400 клиентов инвестировало в биржевые фонды, они куда должны будут пойти после такой сделки слияния? Российские граждане должны будут пойти в американский суд, видимо. Поскольку в российском законодательстве этот вопрос не решен.

Роман Горюнов. Во-первых, с этим я абсолютно согласен. Во-вторых, мы за пять лет развития питерской биржи приобрели в части корпоративных действий огромный опыт. В прошлом августе мы в один день провели сплит двух акций (Tesla и Apple), с российскими бумагами такого представить себе нельзя. Теперь значительную часть этого опыта просто надо внедрить в российское законодательство. Этого нельзя было сделать раньше, потому что спроса не было.

Давайте не бояться двигаться в другой мир, он реально существует. Никогда регулирование БПИФов не поменяют, если не показать на конкретном примере, как это работает. Надо показывать на примерах, тогда все становится ясно сразу.

Ирина Кривошеева. А почему американский регулятор не заботится о китайских управляющих компаниях, объясни мне? Было ли такое, чтобы американский регулятор поддерживал китайцев, запустил их на американский рынок, говорил: «Дорогие китайцы, вы только придите, мы вам все сделаем, американские же компании пусть в сторонке курят бамбук»? Или давайте представим себе, как китайский Центральный банк мечтает запустить американские ПИФы на китайскую землю, чтобы их купил уже просто каждый китаец. Ведь от этого конкурентоспособность китайских управляющих компаний вырастет прямо до небес.

Алексей Тимофеев. У меня нет сил превратить этих спикеров, мне очень интересно, думаю, что и вам тоже. Я очень рассчитываю на продолжение этой дискуссии, но пусть в ней также поучаствует Алексей Антонюк, например.

Алексей, поддержи дискуссию. **Алексей Антонюк.** Добрый день, уважаемые коллеги! Рад всех видеть в офлайн-формате. По поводу дискуссии по спонсируемому либо не спонсируемому доступу иностранных ETF на российский рынок. Мы сейчас видели две крайние позиции. Каждая из них подкреплена достаточно сильными аргументами и выглядит разумно. Думаю, что брокеры

и управляющие компании в этом плане между собой никогда не договорятся. Поэтому, наверное, придется третьей стороне в лице регулятора выступить неким третейским судьей этого спора. Это все, что я могу сказать, со своей стороны.

Теперь что касается возможности для страховых компаний идти в коллективные инвестиции и, что меня особенно порадовало, возможности для управляющих компаний идти в страховые продукты. Как я понимаю, предполагается, что это встречные движения. Честно скажу, у меня сначала был скепсис в отношении этой идеи. А потом, поразмыслив, я решил, что это дает новые возможности, причем индустрии коллективных инвестиций тоже.

Но мне интересно, а как страховщики к этому относятся? Они тоже испытывают некое недоверие, побаиваются и так далее? Или они, наоборот, положительно настроены? Мне кажется, нужно выстроить процесс так, чтобы это движение было равноценным. Чтобы не было пострадавшей стороны, чтобы и страховщики, и индустрия управляющих компаний в плане возможностей, которые перед ними открываются, находились в равных позициях.

С учетом высокой профессиональной экспертизы, которая есть в индустрии управляющих компаний, с учетом трек рекорда по инвестиционным продуктам, технологий и процессов, которые у нее имеются, нам точно не нужно бояться этих возможностей. Мы как отрасль можем стать и бенефициарами этих решений, предложить достаточно хорошие и качественные продукты. Но, безусловно, вопрос требует детальной проработки.

Теперь что касается вопросов включения паев ПИФов в реестр на ИИС. Честно скажу, в ритейле доверительное управление выглядит странно. Все-таки правильнее, когда массовые продукты реализуются через инструмент коллективных инвестиций, то есть через паевые инвестиционные фонды. Это правильнее с точки зрения диверсификации, потому что диверсификация большого ПИФа

и диверсификация ИИС с его средним чеком — все-таки вещи несопоставимые. Это правильно с точки зрения транзакционных издержек, это правильно и с точки зрения, я бы сказал даже, ответственности и защиты интересов пайщика. Не забывайте, что в коллективных инвестициях существует институт независимого специализированного депозитария, а в доверительном управлении его нет.

Поэтому наше мнение какое? Как только станет возможно открывать ИИС для инвестиций в паевые инвестиционные фонды, в реестре, то, скорее всего, продукт ИИС ДУ в его нынешнем розничном значении мы будем сворачивать, потому что он просто теряет смысл.

Да, безусловно, у формата доверительного управления и формата инвестиций в паевую фонд есть небольшие различия — в плане требований к составу структуры портфелей, концентрации и так далее. Но (по крайней мере, по нашей компании) большая часть стандартных стратегий ИИС ДУ — это, по сути, репликация тех же стратегий, которые реализуются в паевых инвестиционных фондах. В принципе, они управляются с одинаковыми подходами. Единственная разница состоит в том, что (в силу разной специфики доверительного управления и ПИФов) состав портфелей несколько отличается. Ну, и в плане транзакционных издержек управлять фондами существенно более выгодно и эффективно, чем осуществлять доверительное управление.

Теперь касательно конкуренции с другими продуктами, о которой говорил Алексей. Если взять конкуренцию в онлайн, то мы на нее смотрим с точки зрения потребностей клиентов. И в данном случае получается, что конкуренция с брокерами — мнимая. Потому что клиент, который хочет торговать сам, точно не является клиентом открытых паевых инвестиционных фондов. Собственно говоря, для таких клиентов наша индустрия и создает биржевые фонды. А здесь опять-таки нет конкуренции, потому что брокеры БПИФы создавать не могут.

Что касается конкуренции в офлайне, то здесь совершенно другая ситуация. Дело в том, что в офлайне ОПИФы (мы сейчас рассматриваем именно их, поскольку это основной продукт индустрии коллективных инвестиций в офлайне) конкурируют только с депозитами и со страховыми продуктами. И ни с какими другими продуктами. Но опять-таки каждый этот продукт (депозиты, страхование) имеет своего клиента, имеет свои преимущества и недостатки.

И, честно говоря, я считаю, что ПИФы находятся здесь в достаточно выигрышном положении. Потому что линейка паевых фондов практически любой управляющей компании содержит в себе разные продукты — и облигации, и акции, и базовые коммодитиз, и драгоценные металлы, и так далее. У всех УК продукты разные, но у всех линейка достаточно широкая и включает в себя разные классы активов.

В этой ситуации коллективные инвестиции находятся в абсолютно выигрышном состоянии сравнительно с вкладами, потому что всегда будут ПИФы, которые будут обыгрывать вклады, и всегда будут ПИФы, которые будут им проигрывать. То есть инвестор имеет возможность выбрать тот продукт, который, по его мнению, заработает ему больше, чем депозит. Это, напомним, если говорить о конкуренции в формате офлайна.

Несколько слов хотелось бы сказать о маркетплейсах, здесь складывается достаточно интересная ситуация, интересно, как она будет развиваться дальше.

На рынке, на мой взгляд, сейчас выстраиваются (или уже выстроились) две конкурирующих модели онлайн-дистрибуции через маркетплейс. Первая модель — когда у крупного участника рынка есть собственная инфраструктура, собственная экосистема. Условно говоря, это то, что создали ВТБ, «Тинькофф», БКС, Сбер и так далее. Вторая модель — это то, что пытаются создать другие участники (витрина продуктов ДУ и так далее). У крупных игроков есть своя онлайн-дистрибуция. Клиентам, которые приходят через эту онлайн-дистрибуцию,

другие маркетплейсы становятся не нужны. Крупные игроки имеют возможность привлекать через свои онлайн-каналы достаточно большое количество клиентов, открывать им брокерские счета и продавать на них через свои онлайн-платформы различные инвестиционные продукты. Маркетплейсы, которые существуют вне этих экосистем, берут достаточно большие комиссии, но при этом поток клиентов, приходящих через эти маркетплейсы, несопоставим с потоком, который идет через экосистемы онлайн-дистрибуции крупных игроков (таких, как Сбер, «Тинькофф», ВТБ, БКС и других).

Мне кажется, что первая модель, скорее всего, побеждает. Но какова будет эволюция этой системы, пока для меня лично не очень понятно. Судя по всему, вторая модель либо будет видоизменяться, либо, скорее всего, просто естественным образом закончится.

Алексей Тимофеев. Спасибо большое.

Владимира Кириллова я бы хотел пригласить к выступлению следующим. Владимир, каковы тенденции на рынке коллективных инвестиций? Ты в прессе поддержал идею совмещения деятельности страховщиков и управляющих. Было бы полезно, если бы ты высказался подробнее на этот счет тоже.

Владимир Кириллов. Спасибо за предложенное слово. Начну с ответа на последний вопрос. Почему я считаю, что объединение лицензий — это нормально? Мы работаем со страховыми компаниями многие годы и знаем, что, в отличие от пенсионных фондов, у страховщиков есть собственные очень сильные портфельные управляющие. Страховые компании всегда были в этом смысле конкурентами УК. И большинство из них всегда говорили: «Мы все сами сделаем, мы все сами».

Страховой рынок был очень сложным, на нем очень мало чего можно было делать до тех пор, пока ЦБ всерьез не занялся его расчисткой, когда вместо схематоза там появились нормальные активы. Когда начали приводить все это

в порядок, когда появились интересные активы, то появились потребности в нормальном, качественном управлении.

Но давайте не забывать, что рискованное страхование очень короткое. Портфели там достаточно сложны в управлении, требования по ликвидности очень высокие. Делать в этом формате долгосрочные портфели очень сложно, у страховых компаний только сейчас начинают возникать потребности добавления в портфели акций, например. В основном портфели состоят из инструментов фиксированной доходности.

Страхование жизни — другая история. Конечно, отсутствие unit linked очень сильно сдерживает возможности страховщиков по созданию продуктов. Здесь вопрос в том, кто несет ответственность перед конечным покупателем полиса, в том числе, по unit linked. На Западе клиент сам выбирает из широкого списка паевых фондов, что купить. И сам несет ответственность за принятые инвестиционные решения.

Сейчас, как уже сказано, у страховщиков появляются новые потребности, в том числе в более квалифицированных управляющих. Но они все равно будут либо сами управлять активами клиентов, либо самостоятельно делать ключевые фонды, условно говоря, по портфелям с фиксированной доходностью. А вот там, где требуются специфические вещи, они все сами уже не смогут делать, и это нормальная тенденция во всем мире. К управлению сателлитными портфелями, где у СК нет экспертизы (будь то недвижимость, еврофонды, акции второго, третьего эшелона, что-то такое) они будут привлекать нормальных квалифицированных управляющих. Каким образом это будет реализовано, не так важно. В любом случае это даст сильный толчок рынку.

Хотя надо смотреть, конечно, на детали. В этом смысле гораздо более остро стоит вопрос либо уже полного объединения, либо полного разделения на брокеров и управляющих. Потому что сегодня существует микс лицензий. Брокер



имеет лицензию ДУ, управляющий может иметь лицензию на работу с ПИФом, но брокер при этом не может иметь лицензию для работы с ПИФом. Кроме того, здесь много путаницы — в плане наличия, например, тех же китайских стен. Как бы брокер у себя ни выстраивал эти китайские стены, остается масса возможностей для злоупотреблений.

Поэтому следовало бы либо уж совсем объединять все эти виды деятельности в рамках лицензии финансового посредника и говорить клиенту, что главное — конечный результат. Либо полностью отделять брокерский бизнес от качественного доверительного управления. Вот в целом мое отношение к

этой истории, поэтому я рассматриваю объединение лицензий как возможность, а не как угрозу.

Хотел бы поговорить о другом. Вот Алексей попросил описать общую картину рынка. Можем аплодировать тому, что происходит: растет количество счетов, количество клиентов. Но я считаю, что государственные органы посылают потенциальным инвесторам недостаточно сообщений по поводу того, куда они должны идти. Хотелось бы, чтобы инвесторам чаще говорилось: друзья, в России прекрасная индустрия коллективных инвестиций, приходите туда, это правильная для вас история, а чуть-чуть инвестиций можете дополнительно делать еще на

брокеридже. Потому что рынки не только растут, но и падают. Когда они упадут, насколько сильным будет это падение, сколько клиентов на нем обожжется — большой вопрос. Но дискуссионный. Может, и пусть инвесторы ошибутся на брокерских счетах, потом, на падении будет проще их приманить в индустрию коллективных инвестиций.

Может быть и так, да. Но большинству людей нужно грамотное, квалифицированное управление их средствами.

Оно нужно даже большинству сидящих здесь в зале.

Наверное, брокерские счета есть у всех вас. Но хватает ли вам времени грамотно и качественно ими управлять, а

не просто покупать хайповые идеи, потому что вы слышали, что растет Tesla, Virgin Atlantic или что-то еще, куда все бегут? У меня есть большие сомнения в том, что вы, являясь квалифицированными и профессиональными менеджерами, имеете при этом возможность пристально анализировать компании. Нереально это. Лучше отдавать свои активы в доверительное управление.

Я бы еще хотел поговорить об этике и социальной ответственности нашей индустрии перед клиентами. Вот тема, которая меня занимает в последние годы все больше и больше. Потому что мы зачастую становимся похожи на фабрики по производству продуктов. Очень технологичные, очень квалифицированные и очень бездушные фабрики, которые просто штампуют все большее и большее количество продуктов. Меня беспокоит, что главную роль в образовании этических норм играет Центральный банк, а не мы как индустрия. Спасибо регулятору за это.

В прошлом году случилась беспрецедентная история: был полностью остановлен рынок структурных продуктов. Это было для нашей компании очень больно. Мы приложили к становлению рынка структурных продуктов огромное количество усилий. Мы запускали структурные ИСЖ в большинстве страховых компаний, которые сегодня продают эти продукты на рынке. И нас ужасало то, что происходит там. Потому что вначале банки учились работать со структурными продуктами, а потом почувствовали власть денег, началась гонка за комиссиями, страховые компании поплелись за банками, и начался просто абсурд. Вы знаете эти ужасные случаи, когда создавались продукты, в которых вероятность получения хоть какого-то дохода изначально могла быть не более 5–10%. Началась вакханалия структурных продуктов, предлагаемых через доверительное управление, напрямую через брокерский сервис, создавались все более сложные продукты.

Потом Центральный банк, наконец, занялся этим рынком и навел там порядок. Причем сам рынок оказался не способен это сделать. Все эти проскользя по счетам клиентов, подрезы, двойные скрипты — кто это писал, как не индустрия? Регулятор увидел это и ужаснулся. Я не снимаю ответственности ни с кого, но ведь дискуссий об этике и нормах поведения внутри индустрии не велось и не ведется. НАУФОР приложила огромные усилия к тому, чтобы уйти от полного запрета любых структурных продуктов. В итоге все стороны договорились, уже внесены соответствующие изменения в законодательство, но дискуссии об этике все еще нет. А это значит, что мы столкнемся с теми же самыми ситуациями в недалеком будущем вновь. У нас есть закон об инсайде, закон о конфликте интересов, но мы не подтягиваем себя как индустрию для того, чтобы соответствовать этим новым требованиям.

И мы не вырабатываем их изнутри, из себя. Не мы являемся драйверами этого процесса, а Центральный банк. Как своего рода родительская фигура, которая нам указывает, что делать, а мы в коротких штанишках ругаемся, капризничаем и так далее. То есть на уровне производства и зарабатывания денег мы уже нормально освоились, но на следующий уровень, чтобы увидеть реальную ценность, которую создаем для клиентов, не поднимаемся.

Помните, многие годы на рынке существовало 100 тысяч частных инвесторов? А ведь сейчас на рынок пришли миллионы. Это же с ними мы ездим в метро, встречаемся в магазинах, отдыхаем где-то вместе. Как мы им в глаза-то будем смотреть?

Алексей Тимофеев. Володя, мысль ясна. Если ты сомневаешься...

Владимир Кириллов. Мне кажется, что здесь и НАУФОР должна делать больше, и другие саморегулируемые организации в сотрудничестве с Национальной ассоциацией. Мы должны выступать драйверами этого процесса. Мы должны принять этическую хартию, должны обязать всех своих сотрудников подписывать эту

хартию при приеме на работу, чтобы люди понимали, в чем ценность. Этого я на сегодняшний день не вижу. Вот это меня беспокоит очень сильно.

Алексей Тимофеев. Я соглашусь с твоей идеей. Спасибо тебе большое за твое мнение. Это в значительной степени правда. Мы эту ситуацию стараемся исправить. Например, что касается НАУФОР. Мы ведем колоссальную работу в области инвестиционного профилирования, — но это не касается индустрии коллективных инвестиций, это касается индивидуально-доверительного управления и инвестиционного консультирования. Мы ведем очень большую работу по выстраиванию корректного инвестиционного профилирования. Это исключительно важно для того, чтобы люди получали адекватные советы и аллокацию активов в портфелях.

Меня беспокоит другое: ИСЖ предлагается до сих пор. Инвестиционная индустрия прекратила предложения спорных продуктов, но ИСЖ до сих пор предлагается. Мы обсуждаем совмещение нашей деятельности с деятельностью индустрии, которая до сих пор предлагает структурные продукты, несмотря на прямые на этот счет возражения со стороны Центрального банка. Страховщикам нужно реинкарнировать ИСЖ, они продолжают делать то, что делали до сих пор. Я, честно говоря, опасаюсь, что, если ситуация повторится, то будет ассоциироваться с паевыми инвестиционными фондами. Ни одна управляющая компания, я уверен, не возьмется заниматься страхованием жизни, а вот страховщиков, которые придут за получением лицензии управляющей компании паевых инвестиционных фондов, будет немало. Поэтому я немножко беспокоюсь о том, что более дисциплинированная, выстроенная, высококонкурентная и добросовестная индустрия окажется под влиянием индустрии, которая... многое из того, что ты говорил о структурных продуктах, как мне показалось, было адресовано игрокам, предлагающим ИСЖ.

Но, конечно, ты прав: роль самой индустрии в обеспечении добросовестно-

сти очень важна. И я как руководитель саморегулируемой организации считаю себя исключительно ответственным за то, чтобы этой работой заниматься.

Роман, тебе осталось не очень много времени. Зная твой талант быть лаконичным, я именно тебе доверился как последнему выступающему.

Роман Серов. Алексей, спасибо, что я последний. С одной стороны, это удобно: в принципе, многое уже было сказано. Согласен со спикерами, с Ириной полностью согласен, поддерживаю ее позицию и готов поддерживать. С другой стороны, что-то все же надо сказать по каждой теме.

Может быть, кратко скажу о ДСЖ: тема достаточно непростая, действительно новая. В долевым накопительном инвестиционном страховании жизни есть все — и ИСЖ, и НСЖ, и доленое инвестирование (потому что инвестор становится дольщиком, становится пайщиком). Соответственно, инвестор берет эти риски. Только ли квалифицированный инвестор может их брать — или неквалифицированный тоже? Если мы в целом боремся за то, чтобы неквалифицированные инвесторы оберегались, особенно от непонятных иностранных продуктов, то этот продукт для них очень опасен. Если продукт предназначен исключительно для квалифицированных инвесторов, то здесь вопрос в деталях. И всегда дело в деталях.

Этот продукт возник не от хорошей жизни, а в силу низких ставок. В эпоху низких или вообще отрицательных ставок (в еврозоне) гарантировать капитал или минимальный прирост очень сложно. Пускать в этот продукт инвесторов, нацеленных на сбережение — для страховой компании способ получить определенную маржинальность и, собственно говоря, выжить. Мы тоже работаем со страховыми компаниями (не с одной страховой компаний), у нас есть экспертиза в структурных нотах. Мы знаем, что, как правило, это долгосрочные ноты и, как правило, на базе американских

акций с разными другими компонентами в корзинах.

Что на самом деле очень сильно печалило в ИСЖ? Что именно инвестиционной части в этом продукте было очень мало. И возможную прибыль инвестора можно было заранее оценивать с печалькой. Я не говорю сейчас про качество и вероятность выплаты, говорю про очевидность того, что она будет мизерной.

И вот здесь, мне кажется, регулятору все карты в руки. Большой опыт работы с ИСЖ поможет запустить новый продукт таким образом, чтобы он не повторил уже случившиеся отрицательные моменты. В письме Банка России я прочитал, что этот продукт будет доступным инструментом долгосрочных инвестиций в национальные проекты, нацеленные на то, чтобы жизнь людей стала лучше, вот такие слова фигурировали. С точки зрения долгосрочности это реально замечательный продукт, и здесь наша индустрия имеет большую экспертизу. Как Ирина справедливо заметила, индустрия коллективных инвестиций вылизана, отрегулирована, у нее хороший публичный трек.

Вопрос консолидации лицензий — сложный вопрос. Все большие страховые компании, как правило, входят в финансовые группы, в составе которых есть и своя управляющая компания (причем не одна), и страховая компания (тоже не одна). В международной практике под управлением самих страховых компаний находится процента три активов таких фондов, две третьих — под управлением эссет-менеджмента самой этой финансовой группы; и только одна треть активов ДСЖ управляется внешними эссет-менеджерами. Поэтому, в целом, внутри, например, своего банковского холдинга я не вижу потребности в консолидации. Зачем объединять компании, зачем объединять лицензии, когда есть профессионалы в управлении и есть профессионалы в страховании. Мы управляли рискованной частью, готовы управлять ею дальше (в данном случае инвестировать

в mutual funds, в паевые фонды) — и, в общем, исполнять это добросовестно.

Но если этот инструмент будет 10-летним, а не как сейчас (сейчас ИСЖ ушло с инвестиционной перспективы трех лет в перспективу пяти-семи-девяти лет), то ключевым моментом, наверное, становится следующее. Если инвестор становится пайщиком и страховую выплату (которая на самом деле особенно ничего не стоит — составляет от 0,2 до 1% портфеля) тратит на паи, то он берет этот риск на себя.

Поясню примером. Один наш клиент купил в Дубае в американской страховой компании страховую полис, там страховая часть выплаты составила бы по факту 5-10 тысяч долларов. При этом он все равно не смог бы ее получить (подписывал не глядя), поскольку живет в России, а ему нужно очень грамотно скончаться на территории именно тех стран, которые прописаны в полисе. Но даже если бы это удалось, то в целом — никакие деньги. Нам пришлось его спасать и возвращать в формат ДУ.

Инвестиционная часть страхования составляет примерно так: клиент получает большой лист с названиями разных фондов, в которых он ничего не понимает. Клиент тычет пальцем — вот этот, вот этот, вот этот, — потом сам придумывает, в каких долях эти фонды будут присутствовать в его портфеле. Навыки профессионального управления отсутствуют, знание продуктов — тоже отсутствует. Но он сам выбрал эти продукты. Дальше, если он не доносит деньги ежегодно, то должен закрыть позицию, а выкупная сумма большая. Есть еще одна проблема. Если за 10 лет с долгосрочным инвестором что-то произошло и нужно вернуть ему деньги, то возникает вопрос размера комиссии.

Теперь, если можно, быстро резюмирую свою позицию по ETF. Полностью согласен с Ириной: абсолютно нет ничего страшного в протекционизме, в каждой стране есть такая практика. Безусловно, ETF хороший инструмент.

Но если инвестор не разбирается в этом инструменте, то у него есть риск пропустить. А кто поможет инвестору разбираться? Если нет ни спонсированного листинга, ни уполномоченного лица, то совсем все плохо. Но даже если таковые есть, все равно возникают проблемы. Если иностранный ETF банкротится, то куда ехать инвестору? В пандемию невозможно пересечь границу, для судебного процесса у него нет денег. Если, не дай бог, будут наложены геополитические санкции, то даже уполномоченное лицо абсолютно никак не спасет. Ну, и наконец, я знаю, как комплаенс иностранных банков относится к ритейлу. Иностранцам в принципе не нужны русские «физики» как пайщики ETF.

Поэтому, конечно, инструмент хороший. Но нужно, прежде всего, думать о сохранении лица нашей индустрии. А также защищать отечественных инвесторов.

Можно добавить маленькую изюминку? В целом, иностранных ETFов на русские активы очень мало, практически нет. С этой стороны нет особенной конкуренции для тех игроков, кто делает ETFы на российские инструменты. У компании «РСХБ Управление активами», например, есть БПИФы на ESG-активы (саму тему ESG сейчас не буду поднимать). В составе активов этих фондов есть и еврооблигации, и акции. Наша комиссия абсолютно сопоставима с комиссиями иностранных ETFов, которые работают на emerging markets. Нам конкуренция с ETFами на отечественном рынке не страшна — ни по комиссии, ни по экспертизе в русских активах, да и налоги мы здесь не платим, а иностранцы будут платить. Так что пусть заходят, пожалуйста.

Но вот по другим видам инвестиций (и с учетом того, что российские инвесторы предпочитают преимущественно иностранные активы) проблемы есть, их нужно грамотно решать.

Хотелось бы пожелать нашему рынку, чтобы на нем было больше институцио-

нальных инвесторов, а не только «физики» инвестировали по 1 тысяче рублей через мобильное приложение брокерской компании. Сегодня для институциональных инвесторов существуют ограничения на рынке коллективных инвестиций. Эндаументы не могут купить БПИФ, НПФы не могут купить БПИФ на средства пенсионных накоплений и не хотят покупать БПИФ на средства пенсионных резервов. Если бы можно было снять часть этих ограничений, то, мне кажется, индустрия БПИФов очень серьезно расцвела.

Поэтому я за БПИФы, и за все, о чем сказала Ирина.

Алексей Тимофеев. НАУФОР в ближайшее время презентует исследование о том, как мы оцениваем происходящее на фондовом рынке в целом, не только в индустрии коллективных инвестиций. И там есть, как мне кажется, набор системных в соотношении друг друга мер, которые описывают, что значит патернализм в отношении национальной индустрии, какого рода круг инструментов нам нужен на финансовом рынке. Описывают достаточно системно и комплексно.

Я понял, что дискуссия об ETF абсолютно беспредметна, пока мы не спросим Кирилла. С каких пор планируется упрощение доступа ETF на российский рынок?

Кирилл Пронин. Мы сейчас ведем дискуссию (в том числе внутреннюю) относительно условий для неспонсируемого допуска ETF. Очень надеюсь, что в ближайшее время новый акт появится. Регулятор, в первую очередь, должен думать о качестве тех ETF, которые придут на отечественный рынок: о тех юрисдикциях, откуда они придут, о тех торговых площадках, где они обращаются. Эти инструменты должны быть для наших инвесторов прозрачны информационно, это значит, что фонды должны раскрывать информацию. Важен еще ряд критериев, которые мы сейчас, я надеюсь, финализируем. Затем акт появится

в формате повторной оценки регулирующего воздействия. Сейчас пока не буду до конца приоткрывать завесу, но уверен, что мы найдем хороший баланс между тем, чтобы обеспечить появление качественных ETFов и уменьшить тот арбитраж, о котором говорят коллеги. Мне кажется, в этом состоит наша задача.

И, конечно, еще раз хочу обратить внимание, что отечественный инвестор должен получить хорошие продукты, а не всю линейку подряд, независимо от структуры активов, качества управляющего, качества регуляторной базы конкретной юрисдикции. В то же время, если придут ETFы из ведущих юрисдикций, где присутствует достаточно сильное регулирование, то, мне кажется, сложно говорить о том, что там управляющий несет меньшую регуляторную нагрузку. С нашей стороны, конечно же, мы зафиксируем разумный объем требований в акте по допуску. Уверен, что баланс найдем.

Алексей Тимофеев. Огромное спасибо. То, что я слышу, звучит справедливо и верно, с этим трудно не согласиться.

Уважаемые коллеги, на этом я хотел бы завершить нашу сессию. Завершить в надежде на то, что рынок, который мы обсуждали, ждет хороший год. Что можно рассчитывать на существенное изменение и в объемах, и в предпочтениях со стороны розничного инвестора в отношении к рынку коллективных инвестиций. Как полагаю, и то, что намерены сделать мы (кое о чем мы здесь уже говорили), сделает это еще более вероятным, а развитие индустрии еще более успешным.

Спасибо вам за ваше внимание. Спасибо также и от имени моих спикеров. Спасибо большое всем. ■

Умная линейка

МАТЕРИАЛЫ ВТОРОЙ СЕССИИ «ПРОДУКТОВАЯ ЛИНЕЙКА РЫНКА КОЛЛЕКТИВНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ», СОСТОЯВШЕЙСЯ В РАМКАХ ЕЖЕГОДНОЙ КОНФЕРЕНЦИИ НАУФОР «РЫНОК КОЛЛЕКТИВНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ-2021» 9 ИЮНЯ 2021 ГОДА В САНКТ-ПЕТЕРБУРГЕ

Фотографии Сергей Ермохин

Участники: Илья Корнев (начальник управления продуктов, маркетинга и технологий УК «Открытие»); Валерий Красинский (заместитель директора департамента - начальник управления регулирования департамента инвестиционных финансовых посредников Банка России); Кирилл Пестов (управляющий директор департамента развития бизнеса ПАО «Московская Биржа»); Владимир Соловьев (генеральный директор УК «БКС»); Екатерина Черных (генеральный директор УК «Сбер фонды недвижимости»); Николай Швайковский (заместитель генерального директора УК «Альфа-Капитал»).

Модератор: Илья Ванин (вице-президент НАУФОР).

Илья Ванин. Коллеги, добрый день всем! Еще раз хочется сказать, что очень приятно встречаться не удаленно, а лицом к лицу. В связи с этим сегодняш-

няя дискуссия виделась в формате скорее диалога. Презентации отвлекли бы нас от радости живого общения, поэтому будем сегодня общаться в живом диалоге.

Нам предстоит обсудить продуктовую линейку рынка коллективных инвестиций. Думаю, что отчасти мы более углубленно и подробно поговорим на темы, которые были подняты на первой панели. Касательно продуктов рынка коллективных инвестиций будем обсуждать две достаточно большие темы. Как уже было отмечено в ходе первой сессии, очень актуальна тема БПИФов, и мы поговорим о них подробнее. И, конечно, актуальны закрытые паевые фонды, тоже рассмотрим этот продукт подробнее, обсудим его перспективы.

Но, прежде чем перейти к этим двум темам, хотелось бы подсветить то, что уже так или иначе



подсвечивалось на первой панели. Я хотел, может быть, даже усилить сказанное там. Вспомнить высказывание Эльвиры Сахипзадовны Набиуллиной, которая (на разных площадках) не так давно озвучивала, что развитие коллективных инвестиций — это стратегическая цель Банка России, что продукты нашей отрасли являются хорошими и правильными для начинающих инвесторов. Эту тему также поддержал Минфин в лице Алексея Моисеева, выступившего на Петербургском международном экономическом форуме.

На мой взгляд, индустрии надо подумать, готовы ли мы поддержать этот вектор, который сейчас задает Банк

России. Причем я хотел бы обратить внимание на следующее обстоятельство. Какое-то время индустрия страдала от того, что имело место более углубленное регулирование нашей отрасли. Но теперь мы вполне заслуженно можем получить от этого определенный бонус, поскольку нас не коснулись проблемы, связанные с мисселингом и запретом продаж сложных финансовых инструментов. Повторюсь, вектор Банка России как раз таков, что продукты КИ подходят для начинающих инвесторов.

И я попросил бы представителей рынка оценить этот посыл. Высказаться на тему, насколько мы

как отрасль готовы отработать этот посыл, принять новых инвесторов. Все ли наши продукты удовлетворяют этим требованиям — или требуется их доработка для того, чтобы в процессе конкуренции с брокерскими счетами склонить выбор клиентов в нашу пользу. Просил бы начать Николая Швайковского.

Николай, как ты оцениваешь такой посыл, насколько мы готовы к его реализации, что требуется для его поддержки? Прошу тебя.

Николай Швайковский. Добрый день всем! Спасибо большое НАУФОР за возможность выступить и высказать нашу позицию.

Слова Эльвиры Сахипзадовны, сказанные в отношении нашей индустрии, мы восприняли с воодушевлением. Здесь цели совпадают: мы тоже за развитие инструментов коллективных инвестиций. Спасибо Банку России и за этот политический посыл, и за посыл на уровне профильных департаментов, с которыми все эти годы однозначно была хорошая обратная связь. Мы все время говорим о том, что многое предстоит сделать. Но ведь и делалось, и уже сделано многое. И многое в процессе делания.

Что касается соотношения брокерских услуг и услуг доверительного управления коллективного инвестирования — тут, действительно, перекося очевиден. На предыдущей панели приводились определенные цифры. Чтобы вы понимали, о чем идет речь: Ирина Кривошеева говорила, что 100 млн американцев владеют, как минимум, одним паем взаимного фонда ETF. В среднем примерно половина американских семей владеет паями не менее четырех фондов.

Но это лишь верхушка айсберга.

Мы все время говорим про розничных инвесторов, ведем битву за их счета. Но вообще-то инструментами коллективных инвестиций могут пользоваться также институциональные инвесторы, а на этой поляне нас как бы нет вообще. Точнее, институционалы в РФ (по ряду объективных и субъективных причин, в том числе регуляторных, хотя здесь многое успело поменяться) не пользуются продуктами коллективных инвестиций. Здесь тоже можно было бы ожидать подвижек.

Наша компания неоднократно говорила о том, что именно можно было бы изменить для улучшения ситуации. В общем виде это можно разделить на предложения, касающиеся регулирования внутри индустрии коллективных

инвестиций, и предложения по общему стимулированию розничных инвесторов (налоговые предложения, долгосрочные индивидуальные инвестиционные счета, типа ИИС-3).

Илья Ванин. Может быть, позже удастся поподробнее подсветить те моменты, которые регулятору имело бы смысл дополнительно продумать для того, чтобы индустрия смоглакратно увеличить количество новых клиентов, не неся дополнительные издержки. Есть проблема, связанная, например, с депозитом нотариуса, другие частные проблемы. Если начинающий инвестор будет входить на фондовый рынок через продукты коллективных инвестиций, нужно еще раз вместе подумать о таких деталях. Может быть, не основополагающих, но полезных для развития рынка. Спасибо, Николай.

Екатерина, просил бы вас тоже дать оценку посылу со стороны регуляторов. Может быть, в разрезе закрытых розничных фондов.

Екатерина Черных. Я согласна с Николаем: последние три года наладилось очень творческое взаимопонимание с профильным департаментом Банка России. Сделано много полезных изменений: правда, эти изменения касались в первую очередь не розничных фондов. Для развития розничных фондов не хватает возможности автопродлонгации. Потому что собирать качественные активы на короткий срок сложно, 10 лет проходят очень быстро, а по истечении срока действия фонда проводить собрание с участием тысяч клиентов, живущих на всей территории страны — вещь крайне трудозатратная и непростая. Мы с ней справляемся, пока речь идет, условно говоря, о нескольких тысячах клиентов. Но посмотрите, какое количество клиентов сконцентрировано в

ПИФах, в БПИФах. Представьте себе общее собрание, в котором участвуют миллионы владельцев: мне кажется, ни один спецрегистратор не поймет, как с этим справиться.

Но именно крупные фонды позволяют сделать две важные вещи, очень нужные для розничного неквалифицированного инвестора. Во-первых, чем больше фонд, чем больше срок его жизни и история выплат дохода, тем выше ликвидность этого фонда. Когда фонд маленький, то далеко не все клиенты хотят продавать его паи. Может быть, большинство согласно сидеть в этих бумагах все 10 лет. Но если у фонда уже десятки тысяч клиентов, то кому-то неминуемо приходится продавать свой пай. Поэтому начинается нормальное вторичное обращение этих активов на бирже.

У нас есть пример фонда, который живет на рынке с 2016 года: ликвидность там моментальная, не побоюсь сказать. В этом году мы проводили (впервые в истории рынка) собрание пайщиков этого фонда, абсолютно успешно продлили срок действия фонда еще на 10 лет, «за» проголосовало достаточно большое количество пайщиков. Некоторое количество пайщиков проголосовало «против», на продажу их паев имелось всего две недели. Но за счет того, что фонд работал качественно, весь объем был продан за два дня, причем 95% — существующим пайщикам. Новые клиенты даже не смогли зайти, пришлось возвращать им деньги, потому что, понятно, у пайщиков преимущественное право выкупа. Такая ликвидность возможна почему? Потому что фонд существует пять лет, каждый квартал платит доход, причем доход — 14% годовых. Правды ради надо сказать, что теперь таких продуктов мы уже не сможем делать: в 2016 году для этого

фонда достаточно дешево купили недвижимость. Понятно, что все довольны, и никто уходить из этой истории не хочет.

Сегодня мы можем делать фонды с десятой доходностью. Спрос на такие фонды тоже достаточно велик, но для клиента (особенно для клиента неквалифицированного) очень важен вопрос возможности выхода из пая. Ликвидность появляется на объеме. А когда количество пайщиков — десятки тысяч, тем более свыше 100 тысяч, то я не представляю, как проводить общее собрание. Конечно, нужна автопродлонгация. Я выношу мозг регулятору этим вопросом уже, по-моему, шестой год. Надеюсь, мы наконец найдем понимание.

Илья Ванин. Екатерина, мы чуть позже к ЗПИФам вернемся. Я сейчас хотел услышать про оценку вектора Банка России на приход новых клиентов через продукты коллективных инвестиций. Задам уточняющий вопрос: ЗПИФ — тоже является подходящим продуктом для прихода массового клиента?

Екатерина Черных. Конечно. Объем мирового рынка инвестиционной недвижимости — 60 трлн долларов, объем мирового рынка акций — 70 трлн долларов. Это сопоставимо. Смотрим на объем американских грасов — это 1 трлн долларов, смотрим на объем ежедневных торгов — 10 млрд долларов. Эти бумаги каждый день торгуются на бирже, люди их покупают, продают. Это продукт для привлечения. И, на мой взгляд, он достаточно качественный, потому что позволяет людям сохранить капитал в качественной коммерческой недвижимости. Ни один другой биржевой продукт такой возможности не дает.

Российский гражданин, покупая пай ЗПИФа, формально становится совла-

дельцем недвижимости, недвижимость является общей долевой собственностью пайщиков фонда. Средний чек в нашем фонде, например, составляет 4 млн рублей, а стоимость среднего актива находится в диапазоне 8–10 млрд рублей, причем у объекта прекрасные арендаторы. Кто на 4 млн рублей может купить без ипотеки хотя бы квартиру в Москве? С такими деньгами у человека нет возможности проинвестировать в недвижимость как в защитный актив от инфляции, такой актив очень популярен во всем мире.

У наших фондов есть конкурент. Считаю, что Банку России надо обратить на него внимание. В прошлом году в Москве 70 тысяч людей купили вторую-третью квартиру, такие данные дает Росреестр. Это инвестиционная квартира, не первая. 70 тысяч людей со средним чеком 15 млн. Этим деньги прошли мимо нашего рынка. Почему мы это позволили, я не понимаю.

Илья Ванин. Екатерина, спасибо. Как я понял, закрытые фонды все-таки больше ориентированы на квалифицированных инвесторов. Наверное, индустрии придется здесь проделать более продолжительный путь, чем, например, в отношении открытых или биржевых фондов. Потому что исторически закрытые фонды ассоциируются все-таки не с розничными инвесторами.

Екатерина Черных. Давайте еще раз попросим Банк России выделять в аналитических отчетах закрытые фонды, в которых, допустим, состоит больше 20 пайщиков. Отдельно показывать, сколько этих фондов, какое там количество клиентов, какие управляющие компании ими занимаются. Выделим массовые ЗПИФы хотя бы в сегменте аналитики.

Илья Ванин. Да, может быть, что эти формы инвестирования — не только для своего круга. Спасибо.

Илья, хотел бы дать слово тебе. Ты представляешь компанию, входящую в холдинг вместе с крупным брокером. Какова внутри вашего холдинга расстановка приоритетов между продуктами коллективных инвестиций и брокерскими продуктами?

Илья Корнев. Коллеги, добрый день! Благодарен за возможность принять участие в дискуссии. Илья, спасибо за вопрос. Действительно интересная тема, которая сейчас внутри группы очень актуальна.

Мы, конечно же, поддерживаем (присоединяюсь к словам Николая) позицию регулятора. Продукты рынка коллективных инвестиций действительно наиболее подходят массовому инвестору, — не только начинающему, а в принципе, массовому инвестору. От представителя управляющей компании такая позиция вполне ожидаема.

Но у нас в группе есть мощный брокер. И я буду сейчас излагать консолидированную позицию: мы готовились к этому выступлению вместе с командой брокера. Так вот, наша консолидированная позиция состоит в том, что продукты рынка коллективных инвестиций (в частности, доступные на бирже БПИФы) — это один из наиболее подходящих массовому инвестору инструментов. В этой логике группа «Открытие» планирует развивать и продуктовую матрицу управляющей компании, и линейку брокерских продуктов.

Что касается развития линейки продуктов, ориентированной на массового клиента. Мы внесли ряд изменений в линейку открытых фондов, упростили матрицу продуктов так, чтобы клиент мог выбирать подходящую стратегию максимально просто. Не пошли по пути предложения большого количества различных стратегий, в том числе отраслевых.

Уже внесли эти изменения в ядро нашего продукта и транслируем в цифровых интерфейсах наших партнеров и агентов. Это что касалось линейки ОПИФов.

Что касается БПИФов. Мы запустили в сентябре прошлого года первый фонд, довольны обратной связью и планируем запуск ряда новых продуктов. Это будут продукты нашей общей фабрики «Открытие Инвестиции», включающей продукты управляющей компании и брокера.

Мои коллеги в группе считают биржевые ПИФы очень хорошей альтернативой различным формам автоследования. В частности, БПИФ имеет преимущества перед автоследованием в виде подконтрольности, прозрачности и внушительного трек-рекорда. В этом году предложим рынку ряд новых продуктов в нашей линейке биржевых фондов.

Илья Ванин. Илья, спасибо большое.

Владимир, хочу обратиться к вам за комментарием. Вы давно работаете на рынке коллективных инвестиций. Оцените ситуацию: способен ли сейчас наш рынок сделать качественный скачок в плане привлечения начинающего инвестора? И как в вашей группе (в состав которой входит крупный брокер) расставлены приоритеты в отношении брокерских продуктов и продуктов коллективных инвестиций?

Владимир Соловьев. Коллеги, добрый день! Очень рад всех вас видеть очно: это самая радостная часть конференции, если говорить не о содержании.

Начну отвечать со второго вопроса. Действительно, Группа «БКС» исторически была известна в основном очень мощным брокерским бизнесом, и, в целом, роль управляющей компании долгое время там была вторична. Но сейчас роль УК в группе растет.

Частично за счет предложения новых продуктов, частично за счет регуляторных изменений. Это мы видим и по приросту количества клиентов. Например, в этом году база клиентов приросла на 50%, чего не было вообще никогда. И также очень быстро растут объемы инвестиций.

Что касается общих тенденций в рамках группы, то я не могу сказать, что мы видим переток клиентов из одной категории в другую, у нас все это достаточно сегментировано. Обычный клиент, который приходит на брокерское обслуживание, там в основном остается. Может быть, он пользуется отдельными продуктами управляющей компании или другими продуктами бизнесов, которые входят в нашу группу, но в целом это пока что достаточно сегментировано. Хотя, конечно, было бы интересно видеть, что клиент придерживается принципа портфельного инвестирования: какая-то часть долгосрочных сбережений вложена в продукты управляющей компании, какая-то часть на брокере и так далее.

Что касается продуктового наполнения, то я хотел бы обратить внимание уважаемого собрания на такой факт. За последние два года мы увидели продуктовую революцию в том плане, что гораздо большее количество фондов сейчас запускается в форме БПИФов, а не ОПИФов. Вот, например, в 2020 году было запущено 10 новых ОПИФов и 20 новых БПИФов, в 2021 году тенденция сохраняется. И, в целом, в группе БКС количество БПИФов составляет уже примерно одну треть от количества ОПИФов (может быть, чуть меньше).

Но при этом, если мы посмотрим по продажам, по привлечению средств, то увидим картину, что все-таки ОПИФы не только привлекают большую долю

рынка, чем БПИФы, но их относительная динамика привлечения тоже ускоряется относительно БПИФов. Например, в 2020 году в БПИФы была привлечена примерно треть от привлечения в ОПИФы, в 2021 году это доля еще уменьшится. То есть ОПИФы продолжают привлекать деньги, причем продолжают привлекать их более быстро.

С другой стороны, у «БКС», например, всего один БПИФ, мы его запустили три месяца назад. И этот один БПИФ дал нам треть привлечения новых клиентов от объема всех новых клиентов 2021 года. То есть БПИФы отлично справляются с ролью привлечения новых клиентов, но пока еще не очень хорошо справляются с привлечением ресурсов. Наш средний чек по клиенту БПИФа — 10 тысяч рублей, по ОПИФ он значительно выше, там сотни тысяч рублей.

Поэтому, конечно, БПИФ — сектор очень многообещающий. Но нужно постараться, чтобы произошел качественный скачок от количества клиентов биржевых фондов к фондированию счетов этих клиентов. В целом это вытекает из той логики, что в основном БПИФы привлекают клиентов через электронные каналы, через мобильные приложения. Это переключается с тем, что на биржевой рынок приходит очень большое количество новых инвесторов, открывается много новых брокерских счетов, но очень много счетов не зафондировано. То есть такая же тенденция — очень легко привлечь клиента, но нелегко привлечь клиента с деньгами. Наверное, все.

Илья Ванин. Владимир, спасибо большое.

Сейчас я хотел бы передать слово Валерию Красинскому.

Во-первых, мы сейчас услышали, что отрасль в целом готова к выходу на рынок через продукты коллектив-



ных инвестиций. Но я знаю, что Банк России также готовит ряд инициатив, которые направлены на развитие этих продуктов. И хотел бы попросить чуть подробнее озвучить, какие это инициативы, когда нам их ждать — в общем, что Банк России готов дать индустрии?

Валерий Красинский. Спасибо, Илья. Добрый день, уважаемые коллеги! Я заранее прошу прощения за возможные некоторые пересечения с тем, что на предыдущей сессии говорил Кирилл Валерьевич: понятно, что повестка у регулятора, в целом, единая.

Начну с такого (может быть, звучащего как банальность, но, тем не менее,

правдивого) утверждения, что для нас одним из важнейших приоритетов является развитие именно ПИФов. Это несколько раз подчеркивалось в недавних выступлениях руководства Банка России. Это стало приоритетом не в текущем году: все последние годы мы смотрим на этот рынок как на оптимальную точку входа для неквалифицированных розничных инвесторов, у которых небольшой средний чек и отсутствует достаточная финансовая грамотность для самостоятельного инвестирования.

Собственно, подтверждением является наша работа по изменению федерального законодательства. В 2019 году были приняты, как вы зна-

ете, комплексные изменения в закон об инвестиционных фондах: два пакета, которые, с нашей точки зрения, существенно снизили регуляторную нагрузку на управляющие компании, в том числе. Были отменены различные необязательные уведомления, отменен обязательный аудит паевых инвестиционных фондов. Кроме этого, изменения заложили фундамент для новых инвестиционных механизмов, основные из них (если мы говорим про розничные фонды) — это выплата текущего дохода по паю и возможность оплаты паев розничных ПИФов имуществом, помимо денежных средств. В этом году ведется большая работа по

подготовке четырех актов, которые заменят типовые правила доверительно-го управления на требования к таким правилам (где, собственно, планируется реализовать названные механизмы — выплату текущего дохода и оплату паев имуществом). Эти акты должны вступить в силу с 1 февраля 2022 года, отложенным образом вступают в силу соответствующие изменения в закон.

Мы рассчитываем, что эти четыре акта позволят не только запустить соответствующие механизмы, но, в целом, в определенных моментах сделают доверительное управление более гибким. Это касается как закрытых фондов, так и открытых розничных биржевых фондов. Это первый стрим.

Второй стрим. В течение прошлого года мы (совместно с НАУФОР, с участниками рынка) работали над концепцией законопроекта, который касается сокращения процедуры выдачи паев. В этом году уже сделали текст. Два ключевых аспекта этого законопроекта: во-первых, отмена транзитных счетов (что позволит снизить и операционные, и транзакционные издержки, снизить срок). Во-вторых, будет установлен предельный срок выдачи паев: один рабочий день.

Мы полагаем, что это позволит управляющим компаниям и существенно улучшить клиентской сервис, и повысить конкурентоспособность ПИФов в условиях ускоренной цифровизации финансового рынка, которую мы сегодня наблюдаем. Наверное, в целевой модели мы вообще должны идти к тому, чтобы приобретение пая (и других продуктов) через брокера можно было осуществить в течение очень короткого времени, в несколько кликов. Первым этапом пути к этой цели мы видим вот этот проект, который убирает избыточный, с нашей точки зрения,

механизм и позволяет выдавать пай в день получения всех документов до конца дня, но не позднее следующего рабочего дня.

Законопроект уже внесен в Думу. Не знаю, удастся ли пройти первое чтение в эту сессию. Но надеемся, что в следующую сессию он пойдет относительно быстрыми темпами и, в идеале, будет принят в этом году. Тогда есть некоторый шанс запустить новую модель уже с 1 февраля 2022 года, сразу включив эти механизмы в требования к правилам, которые заменят типовые правила.

Отдельная важная инициатива, про которую уже упоминалось, — возможность управляющим компаниям самостоятельно открывать и вести ИИСы. По этому поводу тоже есть консенсус с рынком, мы готовим соответствующую конструкцию, как это могло бы выглядеть. Потом будем обсуждать ее с Министерством финансов, которое является профильным ведомством по налоговым историям. Это позволит, как мы надеемся, отказаться от тех конструкций, которые мы видим сейчас. В частности, от реализации продуктов-оболочек через индивидуальное ДУ, когда это конструируется не столько для доверительного управления, а в большей степени для того, чтобы приобрести пай с получением налоговой льготы по ИИС.

И я бы отметил две уже реализованные инициативы, которые вступают в силу в этом году.

С 1 апреля вступили в силу требования по управлению конфликтом интересов. Для нас это важная веха. Крайне важно и для регулятора, и для клиентов, чтобы управляющие компании учитывали возникающие конфликты интересов и надлежащим образом управляли ими при оказании услуг по доверительному управлению.

Вторая история (вступает в силу с 1 октября) — это требования по раскрытию информации, где мы опять же пересмотрели регулирование 2005 года (приказ ФСФР 05-23/пз-н), постарались отказаться от избыточной регуляторной нагрузки, отменить обязательные уведомления о раскрытии информации, убрать раскрытие ненужных сообщений. Но при этом вводится важнейший элемент (который сейчас не только на рынке коллективных инвестиций, но и на других рынках активно обсуждается и внедряется) — КИДы. В западной практике они существуют уже достаточно давно, но в России только начинают появляться. Мы рассчитываем, что КИД будет основным документом в новой системе раскрытия информации. Понятно, что не каждый розничный инвестор читает правила доверительного управления: несмотря на стандартизацию, это достаточно непростой юридический документ. Поэтому мы рассчитываем, что введение КИДов существенным образом повысит для инвесторов прозрачность, информированность и осознанность при принятии инвестиционных решений. Как при входе в продукт, так и при выходе из него.

Вот, наверное, самое существенное об инициативах.

Илья Ванин. Валерий, спасибо большое.

Я попробую подвести итог, отвечая на вопрос, который поставил вначале. Скажу, что по всем оценкам мы в целом готовы к тому шагу, которого от нас ждет Центральный банк. Отрасль коллективных инвестиций готова работать с начинающим, совсем неквалифицированным инвестором. Естественно, ожидая, что Банк России тоже будет делать шаги в этом направлении.

Спасибо, коллеги. Мне казалось важным, чтобы все высказались по этому

поводу. Теперь можем перейти к более детальному обсуждению тех продуктов, которые у нас сегодня были заявлены как основные.

Начать хотелось бы с биржевых фондов. Эта тема уже поднималась. Но в силу того, что продукт стремительно развивается, мы от него не уйдем. В рамках сегодняшней дискуссии имеет смысл рассмотреть факторы, которые могли бы повысить его конкурентоспособность. Поговорим не только про достижения, но, может быть, и про сложности, связанные с администрированием, с созданием данного продукта. Попробуем разобрать эту тему в более практическом смысле.

Хотел бы предоставить слово Кириллу Пестову, представителю Московской биржи.

Кирилл Пестов. Илья, большое спасибо.

Я хочу органично продолжить предыдущую тему, переходя к поставленному вопросу. Здесь уже говорили о том, что соотношение объема средств в брокерских продуктах против продуктов индустрии коллективных инвестиций сейчас составляет где-то 5:1. Но ситуация меняется, вы все это прекрасно видите. Это происходит по нескольким причинам.

Во-первых, мы на бирже оцениваем, что активный рост именно количества брокерских счетов в ближайшие годы уже не будет демонстрировать прежней быстрой динамики. Рынок уже подошел к уровню, когда платежеспособный спрос, который хотел реализоваться именно на фондовом рынке, в значительной степени на этот рынок уже пришел. Безусловно, еще остаются люди, которые не имеют брокерских счетов, не совершали операций с различными финансовыми активами. Но динамика будет уже не такой мощной, как мы наблюдали последние годы, когда количество счетов увеличилось

кратно. Сейчас мы подошли к планке 13 млн брокерских счетов, но динамика будет замедляться.

В то же время что мы наблюдаем в плане продуктов рынка коллективных инвестиций? Здесь локомотивом притока активов являются сейчас ETF и БПИФы. Просто в качестве иллюстрации скажу, что с 2019 года стоимость чистых активов ETF+БПИФ увеличилась на текущий момент в пять раз. Если по состоянию на 2019 год это было порядка 40 млрд рублей, то сейчас уже 200 млрд рублей. Это динамика за счет низкой базы, она будет сохраняться какое-то время. Таким образом, естественным путем диспропорция 5:1 будет выправляться именно в пользу продуктов рынка коллективных инвестиций.

Скажу еще по количеству людей, вовлеченных в биржевые продукты (ETF, БПИФ). Если, условно, пару лет назад количество людей, совершавших сделки с этими инструментами, исчислялось десятками тысяч, то на текущий момент опыт покупки либо ETF, либо БПИФа имеют уже почти 1,7 млн человек.

Динамика стремительная, это не просто человек один раз купил и держит. Мы смотрим статистику количества активных клиентов, совершающих сделки с БПИФа и ETFами. Примерно с конца первого квартала текущего года каждый месяц совершают сделки с этими продуктами более 1 млн клиентов. Мы видим колоссальный скачок спроса, колоссальный рост интереса.

Индустрия, на наш взгляд, сделала все для того, чтобы этот спрос поддерживать.

Смотрите, что происходит: если раньше мы считали новые инструменты единицами, то сейчас на Московской бирже в пайплайне десятки и десятки новых фондов. Если за весь прошлый год было

запущено 23 ETFа/БПИФа совокупно, то с начала этого года, за четыре месяца (согласно статистике по концу апреля) уже запущено 24 продукта. И, как я сказал, в пайплайне еще десятки.

Что это означает для конечного клиента? Это означает существенное расширение линейки в плане различных инвестиционных стратегий. Как говорил Евгений Зайцев, фактически мы пришли к тому, что доверительное управление сейчас заворачивается в различные БПИФы и продается уже как конкретная стратегия. Это современный ответ на вопрос, как можно в цифровом виде быстро, эффективно и, самое главное, дешево (и для клиента, и для управляющей компании) продавать соответствующий продукт.

Мне кажется, при таком подходе есть все шансы на то, что обывателю, не искушенному в финансах, будет намного проще покупатель готовую стратегию, в которую он верит, чем самому собирать портфель из отдельных акций, облигаций, товарных активов.

Кроме этого, развиваются и фонды денежного рынка. Сейчас их не так много, но у людей есть спрос на размещение коротких денег в ликвидный актив и получение фактически текущей ставки на эти активы. Со стороны биржи мы этот интерес поддерживаем. Не так давно запустили маркетинговую программу именно для фондов денежного рынка: участвовать могут любой брокер, любая управляющая компания со своим продуктом. Условия таковы, что брокер фактически обнуляет для конечного клиента свою комиссию на фонд денежного рынка (для того, чтобы конечному клиенту было дешевле приобретать и доходность была интереснее), а биржа, со своей стороны, возвращает брокеру всю биржевую

комиссию. Таким образом мы стимулируем спрос на этот класс активов.

Что еще? На предыдущей панели мы уже затронули тему биржевой инфраструктуры и доступности торгов. В прошлом году Московская биржа удлинила время торгов для ETFов и БПИФов: теперь мы видим рост активности и там. ETF и БПИФы дают 1,5% объема торгов в вечернюю сессию. Доля ETF и БПИФ относительно общего объема торгов тоже существенно выросла. Если, скажем, на начало 2019 года эта доля составляла 0,3%, то в последние месяцы мы подошли вплотную к отметке 2% (доля оборота ETF и БПИФ в общем объеме торгов).

Немного в сторону. Сейчас доля утренней сессии от общего объема торгов на валютном срочном рынке составляет порядка 10%, но при этом доля «физиков» в эти утренние часы существенно выше. Так, их доля на срочном рынке утром составляет 60% против 45% в дневную сессию, а на валютном рынке «физики» утром дают 30% против 13% в дневные торги. Поэтому мы ожидаем, что с запуском утренних торгов для биржевых фондов на них тоже будет дополнительный спрос именно со стороны физлиц.

Эта статистика иллюстрирует, каким Московской бирже видится потенциал роста. Я считаю, что мы только еще в начале пути: база низкая, есть куда расти, и есть много новых интересных продуктов, за что большое спасибо участникам рынка.

Илья Ванин. Кирилл, спасибо большое.

Дальше хотел бы передать слово Илье Корневу и попросить чуть подробнее прокомментировать запуск вашего биржевого фонда, оценить интерес клиентов к нему, поскольку он запустился недавно, но уже есть первые итоги. И попросил бы также оценить в прак-

тическом плане, действительно ли уже отлажен весь механизм или компания сталкивалась с трудностями при запуске, при администрировании? Прошу про это рассказать.

Илья Корнев. Илья, спасибо за вопрос. Действительно, УК «Открытие» запустила в конце сентября прошлого года первый биржевой фонд, БПИФ «Всепогодный». И столкнулась с достаточно большим количеством трудностей. Это был непростой путь, но он позволяет гордиться нашим фондом, учитывая результаты, которые он показывает.

Хотелось дать инвесторам интересную стратегию. Мы выбрали стратегию некоего вечного портфеля. Фонд включает в себя пять категорий активов: акции США, облигации США, недвижимость США, золото и акции развивающихся стран. Акции в данном случае являются основными драйверами роста; облигации призваны обеспечить стабильную положительную доходность; золото выступает защитным инструментом.

Фондов, предлагающих клиенту так называемый «вечный портфель», сейчас на рынке немного. Доходность нашего фонда с момента первой сделки (в сентябре прошлого года) в несколько раз опережает доходность конкурирующего фонда при сопоставимом уровне просадки. В целом показатели фонда опережают те цифры, которые мы закладывали в экономику продукта на стадии разработки. Соответственно, мы им довольны и планируем расширение линейки. Правила одного фонда сейчас находятся на регистрации, в третьем-четвертом квартале произойдет еще несколько запусков.

Сейчас немного скажу про линейку, потом про барьеры. Мы начнем с запуска простых базовых страте-

гий. Называем их «ванильными» БПИФами, поскольку считаем, что такие стратегии покроют потребности большей части аудитории. Но мы видим, что другие участники рынка запускают в этом году очень интересные продукты. Есть и активные стратегии, и различные уникальные истории, нестандартные в индексном инвестировании. Так что после запуска базовой линейки мы будем изучать спрос среди наших клиентов на более сложные БПИФы.

Что касается администрирования и инфраструктуры. На первой сессии представители ведущих управляющих компаний уже говорили, что при запуске БПИФа нужно сделать достаточно много операционных инфраструктурных вещей. В целом, когда запускаем такой продукт, на него сразу расходуются много ресурсов. Хотелось бы, что стоимость этой инфраструктуры постепенно оптимизировалась. Возможно, этому будет способствовать и конкуренция в некоторых сегментах инфраструктуры, в частности, на рынке маркетмейкинга.

Еще один интересный кейс при запуске этого продукта — попадание на полки брокеров. Мы думали, что запустим классный продукт, дальше свяжемся с коллегами, расскажем, какой вэлью принесет продукт их аудитории, и все на этом. Но в реальности все оказалось достаточно непросто. В каких-то компаниях брокер считает, что предлагаемый продукт конкурирует с продуктом их управляющей компании, в других компаниях возникают дополнительные условия. В общем, непростой процесс. Сейчас идет очевидный рост количества БПИФов, их на российском рынке 79 и еще десятки в пайплайне. Учитывая это, индустрии предстоит выработать практики размещения БПИФов на полках брокеров. Сейчас

это достаточно хаотичный процесс from case to case.

В целом можно резюмировать, что индустрии предстоит удовлетворить спрос миллионов клиентов, которые пришли на этот рынок, не разочаровать их. БПИФ — очень подходящий инструмент, и мы видим возможность органично его укладывать в линейку брокерских продуктов. У клиента в портфеле могут быть продукты коллективного инвестирования, ориентированные на более долгий срок инвестирования, при этом более рисковую, более короткую часть он может направлять на реализацию собственных инвестиционных идей или работать с валютой. В целом, вот так.

Илья Ванин. Илья, спасибо. Ты сказал, что за счет возрастающей конкуренции постепенно часть барьеров будет сниматься. Но можно ли оценить, какие из барьеров носят административный характер, или возникают со стороны биржи, или из-за регуляторных требований? Снятие каких барьеров могло бы сократить путь выхода фонда на рынок? Или можно просто подождать, пока конкуренция приведет к тому, что этот путь станет легче?

Илья Корнев. В плане административной процедуры дать конкретные рецепты достаточно сложно. Это, наверное, все-таки вопрос практики. Просто хотелось бы, чтобы мы как индустрия быстрее учились и стандартизировали то, что делаем. Думаю, что решение технических проблем — вопрос времени и практики, которая выведет нас на более качественный и стандартизированный процесс. Сейчас процессы еще только устанавливаются.

Илья Ванин. Спасибо, Илья.

Владимир, хотел бы вас тоже попросить прокомментировать ваш продукт и также, может быть, сказать пару слов про барьеры, которые, может быть, стоят, и которые стоило бы дополнительно

проработать для того, чтобы сделать выход на рынок более удобным для новых участников.

Владимир Соловьев. Я вначале хотел бы поделиться подходом к созданию БПИФов. Когда перед нами встала такая задача, мы думали, как их дифференцировать от ОПИФов, в чем должна быть разница. И пришли к выводу, что, наверное, самым правильным будет их дифференцировать по стилю управления. ОПИФы, естественно, активно управляемы, там требуются ресурсы управляющих и аналитиков. Относительно БПИФов кажется более правильным (чтобы оправдать их более низкие для клиента комиссии), что они должны быть более, условно говоря, простыми, в каких-то случаях совсем plain vanilla.

Вот мы, например, стали анализировать, где на рынке есть продуктовый гэп. Выяснили, что нет продукта, который дал бы частным инвесторам доступ к высокодоходным облигациям. Можно составить портфель из высокодоходных облигаций самостоятельно, но придется очень много времени потратить на анализ эмитентов, потому что они недаром называются высокодоходными: там, конечно, есть риски. Используя нашу аналитическую команду, которая может выбрать наилучшие облигации для такого индекса, и во взаимодействии с Московской биржей мы составили такой индекс и ему следуем.

Но это совершенно не значит, что все биржевые фонды должны быть пассивными, это совершенно не так.

Меня сейчас очень порадовала информация от коллег с Московской биржи, что у них в пайплайне десятки новых биржевых фондов. Большое количество разнообразных и дешевых (для клиента) биржевых фондов позволяет их использовать в комплекс-

ных стратегиях, причем как активно управляемых человеком, так и в робо-эдвайзинге. Мы, например, уже сейчас используем биржевые фонды уважаемых коллег для включения в стратегии. Условно говоря, иногда дешевле включить в стратегию для клиента чужой существующий БПИФ, чем делать свой. В этом плане, конечно, большой набор фондов очень хорош. При этом с ростом числа БПИФов мы увидим расцвет стратегий робоэдвайзери.

Мы сейчас знаем, что такие примеры на нашем рынке уже работают, но все-таки пока, конечно, еще не носят массового характера. Отчасти это связано с тем, что не все клиенты готовы доверять свои деньги роботу. Люди 20-25-30 лет уже привыкли жить в телефонах, они доверяют цифровому миру. Клиентам 40-50 лет обычно хочется поговорить с живым человеком. Поэтому нельзя говорить, что волна робоэдвайзери захватит весь рынок, но я уверен, что доля этого сегмента будет постепенно повышаться.

А в плане препятствий обобщать сложно. При запуске первого биржевого фонда всегда тяжело. Но по мере того, как этот путь проходишь, все становится понятным на 95%, и следующие фонды уже запускаются гораздо быстрее. Поэтому я не стал бы акцентировать на препятствиях. Все, что нам мешало (присоединюсь к Илье) мы уже по большей части решили.

Илья Ванин. Мне кажется, это как раз очень неплохой вывод для нас всех и для регулятора, может быть, в том числе. Проблем нет, значит, была проделана неплохая подготовительная работа. Владимир, спасибо.

Дальше хотел бы дать слово Николаю. Николай, хотел попросить тебя сделать акцент вот на чем. Наверное, мы все уже в достаточной степени погоревали над тем, что российским фондам предстоит конкуренция с ETFами. Но это факт уже,

по сути дела, состоявшийся. Я бы хотел, чтобы ты попробовал оценить, есть ли у наших БПИФов конкурентные преимущества. Попробуй оценить предстоящую конкуренцию с точки зрения конкурентных преимуществ наших фондов.

Есть же мнение, что выход ETF на российский рынок может подстегнуть развитие всей отрасли. Может, это так и есть? Расскажи.

Николай Швайковский. Спасибо за вопрос. Прежде всего комментарий к выступлению Ильи. Не смог удержаться от ностальгической улыбки при упоминании полков брокеров. Мы в компании «Альфа-Капитал» эту историю прошли еще два года назад. Начальный энтузиазм быстро затух, потому что мы поняли: брокеры точно не будут вставать в очередь за нашими биржевыми фондами, и по озвученным причинам, и по многим другим. И даже case to case там не работает.

Но ровно в тот момент, когда мы забили на эту историю, запросив аналитику у Московской биржи, с удивлением увидели, что в этих инструментах появился free float, что какие-то инвесторы (о которых мы ничего не знаем в силу анонимности торгов) покупают наши биржевые фонды. Запустилось сарафанное радио, начал работать общий фон, касающийся БПИФов. И теперь, периодически запрашивая сведения, мы понимаем, что доля «рыночных», как мы их условно называем, инвесторов растет, они покупают. Нам самим интересно, что это за люди такие. Информацию о них адресно получить мы не можем, и это, может быть, правильно. Но мы стали этот вопрос отдельно изучать, потому что он помогает понимать, а что, собственно, интересует инвесторов, и строить свои дальнейшие стратегии развития биржевых фондов.

Несколько слов про сами биржевые фонды. Валерий сказал очень правильную и важную вещь. Существенная составляющая успеха биржевых фондов — это возможность приобретения/продажи в режиме онлайн. Это очень важный фактор. Есть такие параметры, как процесс формирования расчетной стоимости пая, срок попадания пая на счет инвестора и традиционный канал дистрибуции. Инвесторов, которые стали приходить на рынок в последние годы, ни существующая скорость, ни процедура формирования цены не устраивала, им нужен был режим онлайн. По крайней мере, существенной части таких инвесторов. И биржевые фонды смогли этот запрос удовлетворить. Потому что цена видна в стакане. Деньги перевел, паи купил, и вот они уже на счете в три клика. Это очевидное преимущество для инвестора.

Еще одна причина — конкуренция комиссионных вознаграждений. Комиссии невысокие, они продолжают снижаться, и сейчас говорить о размере комиссии более процента уже вроде и не солидно.

Кирилл Пестов. Извини, хочу дополнить: средняя комиссия сейчас составляет где-то 0,9; 0,89 для ETF, 0,92 для БПИФ. По фондам акций чуть выше, по фондам денежного рынка и облигаций существенно ниже, просто последние чуть меньше по объему, поэтому их доля меньше.

Николай Швайковский. Совершенно верно. Говоря о ETF, надо понимать, что с чем мы сравниваем. Если мы берем для рассмотрения топовый ETF американского рынка на американские акции, то это все равно что сравнивать расход бензина у разных автомобилей. У электромобиля, скажем, расход бензина — нулевой. В ETFax, давайте говорить

начистоту, люди по-другому деньги зарабатывают. Они зарабатывают на операциях с базовыми активами фондов, а не на комиссионном вознаграждении за управление фондом. Они делают то, чего мы (по ряду объективных причин) делать не можем.

А если взять данные по средневзвешенным комиссиям (по рынкам, по классам активов), то нельзя говорить, что существует кратная разница в комиссионном вознаграждении между российскими биржевыми фондами и ETF на аналогичные классы активов. Они вполне сопоставимы.

История с допуском ETF на отечественный рынок стала для нас неприятным сюрпризом. Я еще раз час назад пробежался по сайтам иностранных бирж, Лондонской и Франкфуртской. И, несмотря на обилие иностранных имен (американских в том числе), увидел, что все эти фонды прошли процедуру редоминиляции в Европе и перевыпущены в рамках европейского законодательства. Если кто-то покажет, где еще существует [такая процедура выпуска иностранных эмитентов на локальный рынок, как та, что предлагается внедрить в РФ], буду страшно признателен.

Что касается нашего будущего. Мы, с одной стороны, смирились с фактом появления законодательной возможности для допуска иностранных ETF. С другой стороны, продолжаем вести с регулятором диалог (спасибо регулятору за возможность ведения этого диалога), касающийся требований к допуску иностранных ETF. Диалог еще не окончен, нормативный акт еще в процессе разработки. Но уже примерно понятно, каким он будет. Там действительно будут дополнительные критерии допуска, вполне разумные, которые арбитраж между биржевыми фондами и ETF если



не ликвидируют, то, по крайней мере, минимизируют.

Что касается будущего наших биржевых фондов, то уже звучало предложение сделать возможным выплату всех доходов вместе.

Илья Ванин. Наряду с возможным освобождением этих доходов от НДФЛ, это однозначно будет сильное конкурентное преимущество.

Николай Швайковский. Да, это было бы вообще прекрасно, потому что сейчас, понятно, все равно будет налогообложение с выплачиваемого дохода.

Применительно к БПИФу история с выплатой дохода чуть проще. Но, как мы понимаем, там не будет проблем со

счетами физических лиц, потому что это будут либо брокерские счета, либо счета ДУ, и будет понятно, куда выплачивать. А с открытыми фондами действительно пока остается вопрос, куда управляющий должен будет выплачивать средства. Сейчас человек, когда гасит пай, указывает реквизиты счета. А в отсутствие реквизитов счета реализуется старая история с возвратом денежных средств. В случае невозможности их передачи на счет, управляющий должен открывать депозит нотариусу. Вот эту парадигму, конечно, хотелось бы поменять к моменту выхода нормативного акта ЦБ и появления возможности выплаты дохода.

На мой взгляд, назрела необходимость отдельного регулирования требований к составу активов биржевых фондов или, по крайней мере, пересмотра этих требований применительно к фондам индексным. Потому что сейчас перечень индексов, по которым управляющий может брать лимит концентрации новых эмитентов, не очень широк. Если мы это положение не поменяем, то будем в явном виде уступать приходящим на российский рынок ETFам.

Конечно (но тут уже вопрос валютного законодательства), нужна возможность передача валюты в оплату паев, в том числе от уполномоченного лица управляющей компании при первичной

выдаче паев. Потому что сейчас можно совершать операции с валютой только в рамках организованных торгов. Когда создается биржевой фонд с экспозицией на иностранный рынок и в валюте, то получается двойная конвертация. Мы делаем фонд в валюте, бумаги в валюте, но управляющая компания принимает в оплату рубли, потом рубли конвертирует в валюту, покупает базовый актив, ну и так далее. В конечном счете страдают инвесторы.

Илья Ванин. Поправьте, если не прав, но разве предстоящее изменение типовых правил не решит этот вопрос?

Николай Швайковский. Наверное, не решит, потому что это вопрос валютно-го регулирования. Резидент с резидентом могут совершать сделки только в национальной валюте, за исключением сделок на организованных торгах или прямо поименованных в законе операций (закрытый перечень). Хотелось бы иметь решение описанного вопроса. Это не то, чтобы мешает запускать такие фонды, это, скорее, несет дополнительные издержки.

Вообще, если погрузиться в процедуру запуска биржевых фондов, то, как говорится, гладко было на бумаге. Мы никогда не сможем в полной мере конкурировать с иностранными ETF просто потому, что наша юрисдикция у иностранных контрагентов вызывает скептическую улыбку на лице. Энтузиазм улетучивается ровно в момент первого общения с иностранным индекс-провайдером, который, честно глядя тебе в глаза, называет, например, 40 тысяч долларов как стоимость индекса. Хотя ты точно знаешь, что это стоит 10 тысяч. А услышав возражения, он говорит: ну, не хотите и не надо. Потому что они не понимают емкости нашего рынка, не понимают, сколько, собственно, на нас заработают. Обычная покупка индекса включает фиксированный платеж и

платеж с СЧА фонда. Но так как они не знают, каков в нашем случае объем СЧА, то перекладываются на стоимости фиксированного платежа, чтобы отбить свои издержки. И общаться крайне тяжело.

Еще меньше энтузиазма остается после первого общения с валютным контролем банка после проведения первого платежа куда-нибудь за рубеж: это еще одна новая реальность, после реальности междепозитарного перевода из иностранного депозитария в российские бумаги (и понимания его стоимости).

Вот Андрей Михайлович Звездочкин на предыдущей панели рассказывал об опыте маркетмейкерства компании «Атон». Вообще им памятник можно за это поставить. Когда «Атон» запускал наши фонды, то в ночи накануне в компании «Альфа-Капитал» еще не знали, будут ли у нас котировки по этим бумагам на следующий день. Нас биржа предупредила, что, когда мы будем звонить в колокольчик (в знак начала торгов), то уже должны стоять котировки. Так полагается. А мы не знали, будут ли у нас котировки или нет, потому что паи выпускали в режиме переписки в ватсапе. В таком вот режиме происходила координация. Да, мы справились. Но, тем не менее, мы несем постоянные издержки: на маркетмейкеров, на лицензии, провайдерам за индекс, Московской бирже за расчет СЧА. Все это — фиксированные издержки, они не зависят от размера фонда. И мы не сможем утоптать, пардон, комиссионное вознаграждение таким образом, чтобы быть стопроцентно конкурентными сравнительно с западными ETFами — огромными многомиллиардными фондами.

Илья Ванин. Наверное, тут конкуренция не только по комиссиям.

Николай Швайковский. Конечно, не только по комиссиям. У западных фон-

дов автоматизация инфраструктуры шла 30 лет против наших трех лет. Вряд ли они по ватсапу переписываются.

Илья Ванин. Больше оптимизма, ведь наш рынок за три года прошел такой путь! От ватсапа до готовой инфраструктуры.

Николай Швайковский. Я как раз хотел перейти к оптимистическим тезисам, да. Но 80 биржевых фондов, уже выведенных на биржу, позволяют думать, что у нас хороший старт и светлое будущее. Вот я предполагал, что 100 биржевых фондов на нашем рынке будет к лету. А Кирилл меня поправил, сказал: «Да ладно, 100 фондов будет через месяц».

Илья Ванин. К лету.

Николай Швайковский. К концу лета. И в чем мы точно сможем конкурировать, в чем уже конкурируем — это в нишевых историях. Наверняка эти идеи рождаются после проведения опросов инвесторов, в ходе диалога с целевыми группами инвесторов. В этом плане интересно анализировать последние фонды, которые Сбербанк запустил. Но это уже мы перешли от фондов широкого рынка, индексных фондов — к точечным историям. Это будет развиваться. Это точно наше преимущество, и будем его развивать.

Мы не знаем, какие именно фонды ETF к нам придут и сколько их будет, можно только предполагать. Но пока можно эту тему до их прихода отложить, а там уже, как говорится, по факту жить с этим.

Илья Ванин. Да, Николай, спасибо большое.

Хотел бы попросить Валерия, но не столько, наверное, прокомментировать, потому что сейчас сильно углубиться, наверное, уже не хватит времени. Но попробовать в двух словах оценить, когда мы могли бы рассчитывать на появление изменений, в первую оче-

редь по составу и структуре активов БПИФов. Я понимаю, что план законодательной деятельности в целом сверстан, но с учетом услышанного, с учетом потребностей и ожиданий индустрии... когда будет возможность переходить хотя бы к первым этапам нашей повестки по БПИФам?

Валерий Красинский. Мы для себя развитие регулирования БПИФов выделили в отдельный трек еще в прошлом году. Не в последнюю очередь, из-за дискуссии по допуску ETF, она достаточно жаркая, ее отголоски мы на первой сессии слышали. Ну и в целом, достаточно стремительный рост отрасли подразумевает, что нужно этот рост поддерживать, чтобы он продолжился как минимум теми же темпами.

В целом у нас была достаточно содержательная встреча на площадке НАУФОР с основными игроками рынка БПИФ. Там мы попытались выработать основные стримы дальнейшего пересмотра регулирования. Это вопросы в первую очередь по структуре активов, по списку индексов. Здесь есть понимание, что точно можно включить дополнительные индексы в тот список, который есть в акте и который позволяет брать повышенный консультационный лимит до 20%. Но я бы призвал дополнительно поработать в том ключе, чтобы дополнить этот список индексов критериями, которые позволят не возвращаться к вопросу его обновления. Сейчас, если появится новый индекс, который в целом соответствует нашему общему представлению о прекрасном, то, чтобы разрешить его в качестве бенчмарка (при котором допустим повышенный консультационный лимит), нужно каждый раз пересматривать нормативный акт. Понятно, что, если мы найдем критерии, то процедура существенно упростится.

К срокам. Изменения по составу структуры будем стараться сделать в следующем году. Уже прошла половина 2021 года, плюс те стримы, которые я обозначил в первой части выступления, занимают основную часть ресурса регулятора, поэтому мы сейчас на них сконцентрированы. Я думаю, что изменения в 4129, о которых мы говорим, могут быть реализованы в следующем году.

Про доход по паям я сказал. Мы подготовим соответствующие акты в этом году и надеемся, что механизм заработает.

История каскадов действительно важная, мы ее тоже обсуждали. Насколько я знаю, коллеги сейчас проводят работу по выявлению конкретных препятствий: где они регуляторные, где административные, где операционные. Думаю, здесь мы найдем решения, но вопрос заключается в том, что именно потребуются менять в регуляторике. Нормативный акт — это одна история, тут вполне можно рассчитывать на следующий год. Проводить законодательные изменения несколько сложнее, понятно.

По поводу налогов. В части налогового стимулирования и освобождения доходов, возможно, имеет смысл идти путем предоставления управляющим компаниям права открывать и вести ИИС. Это сразу решает задачу в целом. Эта история тоже в работе. Тут нужны законодательные изменения, которые требуют согласования министерства финансов, поэтому здесь оценить сроки чуть сложнее. Но мы настроены двигать этот сюжет максимально быстро.

Илья Ванин. Да, спасибо. Прекрасно понимаю (как и коллеги), что все становится возможным постепенно.

Коллеги, сейчас время уже немножко поджимает. Но я думаю, что мы вполне

успеем проговорить не менее важную тему, касающуюся развития отрасли закрытых паевых инвестиционных фондов. С удовольствием предоставляю слово Екатерине: думаю, она как никто другой сможет оценить текущие тенденции. Екатерина, прошу.

Екатерина Черных. Спасибо большое. Хочу сказать, что 2020 год оказался годом качественного скачка и для закрытых ПИФов. По итогам 2019 года на всю страну было всего 11 тысяч 400 клиентов ЗПИФов (при этом капитализация этих фондов составляла 85% рынка). А по итогам 2020 года в закрытых ПИФах — 66 тысяч клиентов. Клиентская база ЗПИФов никогда так не прирастала. «Эксперт РА» выпустил (тоже впервые) отчет по розничным закрытым фондам. И это хорошо, продукт заработал.

У нас есть ряд важных инициатив, которые будут существенным образом помогать развитию розничного рынка.

Во-первых, управляющим нужно иметь возможность переквалифицировать фонд, не закрывая его в течение срока жизни. Это очень важно. Схема такая: инициатор проекта строит объект на средства фонда для квалинвесторов (понятно, что фонд для неквалинвесторов в этой ситуации сделать невозможно из-за ряда ограничений). Дальше он сдает этот объект в аренду. А на следующей стадии сам через общее собрание переводит этот объект в неквальный фонд. И вот вам готовый продукт для продажи, он продается в розницу паями. Не надо продавать объект недвижимости, что-то менять в документации.

Это однозначно будет стимулировать развитие рынка.

Далее, было бы здорово, чтобы на российском рынке появились разные классы паев. Кстати говоря, в законодательстве Болгарии по паевым фондам



прописано следующее. В фонде недвижимости должен быть якорный пайщик, владеющий не менее чем 30% активов фонда, который и обеспечивает для розничных клиентов своего рода контроль за управлением и арбитраж в случае, если управляющая компания недостаточно опытна и не может обеспечить розничным инвесторам качественные активы.

Я не призываю вводить такую норму у нас. Но в целом вполне можно рассматривать возможность того, что у проекта есть инициатор и якорный пайщик. Он на протяжении всего действия фонда продолжает владеть активом (или частью актива), при-

нимать участие в управлении этим активом, привлекать в фонд розничных инвесторов (которым интересно получить доход, а через пять лет, через семь лет продать эти паи). Схема такая. Владелец актива привлекает деньги, организует на них, условно, строительство нового объекта или улучшает существующий объект (что очень актуально по итогам 2020 года, если мы говорим об офисах и торговле). Далее он выплачивает пайщикам рентный доход, выкупает обратно паи, остается со своим активом и капиталом. Такая работа будет очень активно способствовать появлению новых розничных фондов.

Исторически фонды в Европе и Америке возникали так: владельцам недвижимости, имевшим большой портфель, нужно было привлекать дополнительный капитал для развития. Они переоформляли свое имущество как имущество акционерного общества и продавали акции на бирже; далее выполняли квалификационные требования, оставляя себе примерно 20–30% портфеля и гарантию управления этим фондом.

Доработка, о которой я говорю, позволит привлечь в фонды профессиональных участников рынка недвижимости и дать их экспертизу для розничных клиентов. Основная

проблема состоит в том, что пока российские фонды недвижимости — не очень розничные, не очень активные. Сделками такого рода в России в основном занимаются инвестбанкиры, которые в плане операционного управления недвижимостью далеки от темы. Компетенции участников рынка недвижимости для создания качественного продукта не хватает.

Поэтому наш традиционный список пожеланий к регулятору таков: переквалификация, разные классы паев, автопродлонгация.

Еще объединение фондов. Это в той же логике. Построили объект в рамках деятельности фонда для квалинвесторов, переквалифицировали фонд, присоединили его к розничному фонду. У управляющего должна быть гибкость: чтобы мы могли использовать ЗПИФы как инструмент создания инвестиционного продукта и массово выпускать в мир.

Илья Ванин. Спасибо.

Екатерина Черных. Валерию не дадим слово?

Илья Ванин. Обязательно дадим. Я единственно хотел подытожить, что перспектива качественного развития у российских ЗПИФов шире, чем у открытых и даже биржевых фондов.

Скажу еще, что у НАУФОР есть определенная договоренность с Банком России: ввиду того, что ресурсы этого года у Банка России задействованы, мы по некоторым направлениям должны взять инициативу на себя. Напомню, что в рамках НАУФОР создана рабочая группа, предстоит работа по написанию концепции и законопроекта. А Банк России, я надеюсь, нас уже на верхнем уровне, скажем так, подкорректирует.

Еще хотел попросить Кирилла рассказать об усилиях биржи в плане развития ПИФов. Мосбиржа, как и в случае

с БПИФами, прилагает много усилий для обеспечения доступности ЗПИФов. А потом предоставлю слово Валерию, чтобы он прокомментировал и подытожил наши предложения по развитию ЗПИФов.

Екатерина Черных. Давайте скажем Московской бирже большое спасибо. В конце прошлого года случился совершенно уникальный прорыв, и он стал возможным только благодаря тому, что биржа сделала возможной первичную эмиссию паев ЗПИФов через биржу, что прежде было невозможно. Все управляющие компании призываем присоединиться к этому опыту, а бирже — низкий поклон.

Кирилл Пестов. Екатерина, спасибо. Собственно говоря, все, кто заинтересован в развитии продуктов ЗПИФ, продолжительное время обсуждали, как сделать доступный и дешевый канал для распространения этого продукта и повысить его ритейлизацию.

В конце прошлого года мы совершили первую техническую тестовую сделку по размещению паев ЗПИФ через инфраструктуру Московской биржи. Как это выглядит? Принимается решение о том, что будут размещаться паи какого-либо закрытого фонда. Далее управляющая компания договаривается с брокером-посредником, брокер-посредник через доступную инфраструктуру и технологии биржи начинает сбор биржевых заявок. Причем заявки могут подавать не только клиенты этого брокера, а вообще любой человек, у которого открыт брокерский счет.

Почему это важно? Есть потенциальные 13 млн (почти) человек (владельцы брокерского счета), каждый из них может подать заявку на покупку ЗПИФа через Московскую биржу. После окончания сбора заявок деньги блокируются, то есть биржа обеспечивает их зафондированность. После чего идет

выдача паев со стороны управляющей компании в пользу брокера. После того, как брокер оплатил и получил эти паи, он опять же биржевыми адресными сделками раздает их по всем заявкам. Все. Это достаточно просто, эта технология понятна всем брокерам и обкатана на биржевых IPO/SPO.

Мы уже сделали два не технических, а фактических размещения. Спасибо коллегам из УК «Альфа-Капитал», они пользуются этим механизмом. По нашим оценкам, сейчас в России зарегистрировано порядка 70 фондов ЗПИФ недвижимости и около 40 управляющих компаний. В принципе, потенциал рынка очень велик. Поэтому призываю всех, кому это интересно, тоже попробовать воспользоваться биржевым механизмом. Это существенно расширяет возможности по привлечению в ваши инструменты широкого круга именно розничных клиентов.

Илья Ванин. Кирилл, спасибо большое. Хотел бы сказать еще одну вещь, которая как раз касается механизма биржевого обращения паев. Минимальная стоимость пая сейчас установлена на уровне 300 тысяч рублей. Это, конечно, определенная проблема, притом, что обращение дробной части паев невозможно. Что в таких обстоятельствах должен делать клиент, который приобрел, например, паи на 500 тысяч рублей, при том, что стоимость одного пая составляет 300 тысяч? Надо подумать (с учетом того, что закрытые фонды приобретают более розничный характер, в том числе, и через биржевое обращение), как можно это модернизировать. Наверное, вход в закрытые фонды не должен быть слишком дешевым, не может составлять 10–20 тысяч рублей. Но стоимость пая ЗПИФа должна уменьшиться для того, чтобы упростилось биржевое обращение.

Кирилл Пестов. Прокомментирую буквально парой слов. В соответствии с российским законодательством ЗПИФы фактически подпадают под тестирование. Это означает, что человек покупает продукт осознанно. Но почему человек, прошедший тестирование, может купить на 1 тысячу рублей американскую акцию, а пай ЗПИФа не может? Предлагается использовать тот же подход. Давайте сделаем для паев ЗПИФа минимальный стандартный лот, — условно, номиналом 1 тысяча рублей. И вопрос решен. Таким образом мы создаем вторичную ликвидность.

Сейчас что получается? Человек купил пай ЗПИФа на бирже, а продать его не может: нет ликвидного стакана, потому что большой, крупный лот не всегда сможет поддерживать даже маркетмейкер. Когда будет много маленьких лотов, то рынок сформируется сам. И человек, который купил закрытый ПИФ, не будет вынужден сидеть в нем до конца, он в любой момент сможет его продать на ликвидном рынке. Это отвечает интересам инвестора. Инвестор осознанно, через тестирование, принимает решение инвестировать в закрытый ПИФ, а рынок ему дает ликвидный механизм входа и выхода в этот инструмент.

Николай Швайковский. Пару слов. Поддержу и Илью, и Кирилла. Вне контекста биржевого обращения сумма 300 тысяч рублей не вызвала особых вопросов, как-то с ней жили. Но когда началось биржевое обращение паев, то люди пришли к пониманию, что и на 300 тысяч рублей можно купить только один пай, и на 500 тысяч — тоже только один пай (для примера). Понятно, зачем вводилось это требование: боролись с мисселингом. Но, может быть, сейчас стоит предложить рынку дополнительные или альтернативные варианты критериев.

Илья Ванин. Давайте не будем совсем углубляться. Думаю, проблема понятна. Валерий Михайлович, думаю, ты услышал, что есть куда развивать отрасль. Я хотел бы, чтобы ты прокомментировал, к чему Банк России сейчас больше готов, к чему пока меньше. Можно не сильно углубляясь, но твое мнение нам крайне важно. Спасибо.

Валерий Красинский. Спасибо. Кратко постараюсь. По тем инициативам, которые озвучивала Екатерина, у Банка России был диалог на площадке Московской биржи. Насколько я помню, там участвовал, в том числе, Чистухин Владимир Викторович, поэтому отношение в принципе сформировано. Часть озвученных инициатив мы готовы поддержать. Но хотели бы увидеть конкретные механизмы: как эти инициативы должны реализовываться именно процедурно. При проведении всех этих переквалификаций, объединений фондов и так далее необходимо обеспечить понятный баланс прав, — через общее собрание, очевидно.

Насколько помню, обсуждалось, что объединение фондов, переквалификацию из квалного фонда в неквалный регулятор готов рассматривать. Но при условии, что будут предложены конкретные механизмы: как это делать и как защитить права пайщиков. У нас тоже есть свое представление об этом, но хочется, чтобы рынок провел детальную проработку.

С автопродлонгацией тоже вопросов нет, опять же при условии, что будет обеспечена возможность выхода из фонда тех пайщиков, кто с продлонгацией не согласен. Наверное, такой механизм прописать тоже возможно, надо просто это сделать.

История с переквалификацией из неквалного фонда в квалный пока выглядит для нас несколько более не-

очевидно: и в плане ее необходимости для конкретных бизнес-ситуаций, и в плане возможности реализации в этот момент недобросовестных практик. Здесь нужно пока дополнительно думать.

История с разными классами паев в базовом варианте понятна. Но здесь нужно понимать, что это требует достаточно кардинальной перестройки регулирования существующей модели, в которой права по паям равные, и от этого строятся дальнейшие регуляторные требования. Здесь нужно опять же понимать конкретику, с одной стороны — чего конкретно хочет рынок, а с другой стороны, насколько эта история востребована. Потому что под это дело надо серьезно поменять 156-й закон, поменять массу подзаконных нормативных актов, и если на выходе этим воспользуются, условно, полтора фонда... этот сюжет тоже, наверное, нужно дополнительно обсуждать с профсоюзеством.

Про пай стоимостью 300 тысяч — понятно, зачем это требование введено. Когда в 2016 году принимались новые требования по составу и структуре активов (*Прим. ред. — Указание Банка России от 5 сентября 2016 года № 4129-У «О составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и паевых инвестиционных фондов»*), то шел долгий диалог, особенно по поводу коммерческой недвижимости, насколько этот класс активов правильно предлагать для розничных инвесторов. В итоге нашли компромисс, часть этого компромисса — в том числе, повышенная стоимость пая. Которая подразумевает, в очень приближенном варианте, что человек приходит в фонд с серьезными намерениями.

Плюс надо не забывать, что все-таки ЗПИФ подразумевает участие пайщиков в корпоративном управлении (раньше

это не обсуждалось). Важно понимать, насколько возможно обеспечить принятие на том же общем собрании важных решений (по поводу изменения инвестдекларации и так далее), если часть пайщиков рассматривает пай лишь как спекулятивную инвестицию: сегодня купил, завтра продал. Такому человеку участие в общем собрании ничего не дает, участвовать в нем (скорее всего) он не будет. А для фонда решения, принимаемые на собрании, могут быть жизненно важными. Эти вещи, наверное, тоже нужно пообсуждать. Не получают ли управляющие компании проблемы, когда появятся такие пайщики — залетные, что ли.

Илья Ванин. Молчуны?

Валерий Красинский. Молчуны — это полбеда. Такой пайщик может вообще не знать, что попал в список для участия в общем собрании. Если он завтра продаст пай, то зачем ему думать о том, надо ли увеличивать вознаграждение управляющей компании или менять инвестиционную декларацию. Ему это все не важно, он не готов к этому серьезно отнестись. Вот такие могут быть сложности. Но это экспромтом, что в голову пришло.

Кирилл Пестов. В любом случае, мне кажется, надо начать дискуссию и обсудить нюансы; проанализировать, чего больше будет: плюсов или минусов.

Екатерина Черных. Предлагаю провести обсуждение опять на площадке Московской биржи...

Николай Швайковский. Потому что биржа точно в этом заинтересована. Есть ведь и технический аспект: стоимость заявки не равна стоимости инструментов внутри заявки.

Валерий Красинский. Этот вопрос может быть более еще более комплексным. На бирже ведь есть достаточно дорогие акции, так что это вопрос именно лотов...

Кирилл Пестов. Естественно, если мы договоримся и поймем, что именно нужно, то технически подгоним нужную лотность.

Дробные сделки Московская биржа не делает, но у нас есть режим неполных лотов. Например, акции самой Московской биржи торгуются лотом по 10 штук. Если инвестор имеет две акции, то не может их поставить в основной стакан. Но есть режим неполных лотов, который решает проблему. Точно так же, я думаю, мы сможем придумать решение и для паев. Это все техника, главное — договориться по сути. Если мы увидим массовый спрос, то будем вкладываться в соответствующую инфраструктуру.

Екатерина Черных. Однозначно надо пробовать! Продукт всегда дает возможность его попробовать, всегда имеет некий лимит риска. Скажем, когда человек делает заказ в интернете у незнакомого контрагента, то определяет для себя, что может рискнуть сделать заказ, условно, на 3 тысячи рублей или на 5 тысяч. Такую сумму он готов потерять. А к более крупной покупке он отнесется более внимательно: будет выбирать поставщика, смотреть отзывы покупателей и так далее. Здесь то же самое. Почему клиент не может попробовать купить ЗПИФ на 10 тысяч рублей? Это его лимит риска. Если продукт понравится, то он купит еще. Не понравится — останется с этим паем стоимостью 10 тысяч рублей (или продаст его и вернет деньги) и не будет сильно переживать. Попробовать инвестировать на 300 тысяч рублей — это другое. Квалифицированные клиенты могут себе такое позволить, а для части розничных клиентов 300 тысяч — все-таки достаточно серьезная сумма инвестиций.

Илья Ванин. Одним словом, с учетом развития инструмента, доступности его

для розничных инвесторов (включая биржевые механизмы), над этим вопросом как минимум стоит подумать и дополнительно его обсудить.

Коллеги, на этом предлагаю нашу панель закрыть. Хочу поблагодарить всех участников. Интересно было послушать, что у кого происходит. Надеюсь, мы продолжим работу над теми инициативами, которые сегодня озвучили, уже в рабочем порядке. Спасибо всем, всего доброго. □

Требования vs правила

МАТЕРИАЛЫ ТРЕТЬЕЙ СЕССИИ «ВЗАИМОДЕЙСТВИЕ УПРАВЛЯЮЩИХ КОМПАНИЙ И СПЕЦДЕПОЗИТАРИЕВ», СОСТОЯВШЕЙСЯ В РАМКАХ ЕЖЕГОДНОЙ КОНФЕРЕНЦИИ НАУФОР «РЫНОК КОЛЛЕКТИВНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ-2021» 9 ИЮНЯ 2021 ГОДА В САНКТ-ПЕТЕРБУРГЕ

Фотографии Сергей Ермохин

Участники: Татьяна Есаулкова (генеральный директор ООО «СДК «Гарант»); Анна Зайцева (генеральный директор АО «ДК РЕГИОН»); Юлия Кабановская (руководитель специализированного депозитарного отдела АО «Актив»); Павел Прасс (генеральный директор АО «Специализированный депозитарий «ИНФИНИТУМ»); Лариса Селюткина (директор департамента ИФР Банка России); Илья Фомичев (генеральный директор ЗАО «ВТБ Специализированный депозитарий»).

Модератор: Алексей Тимофеев (президент НАУФОР).

Алексей Тимофеев. Дорогие коллеги, друзья, мы собрались на третьей сессии для того, чтобы обсудить несколько вопросов преимущественно инфраструктурного характера, существенных для индустрии коллективных инвестиций. В этой индустрии главной фигурой, которая равновелика управляющей

компании, является фигура специализированного депозитария — опекуна, контролера, ответственного душеприказчика управляющей компании. Думаю, что и управляющие компании с этим определением согласны. Вообще говоря, дискуссия о функциях того и другого бизнеса — суть дискуссия о том, как позволить управляющей компании сконцентрироваться на том, что является ее сущностью, — то есть, на управлении. Как избавить УК от всех прочих функций и от каких именно функций. Мне кажется, что чем от большего количества функций мы избавим управляющую компанию, тем вся инфраструктура фондового рынка будет дешевле, эффективнее и успешнее. Просто потому, что управляющая компания сможет заниматься только тем, к чему предназначена — управлением активами паевых инвестиционных фондов.

Мы начнем с того, что обсудим правильное соотношение (нам кажется, что в настоящее время оно



недостаточно правильное) этих функций. Обсудим, как следовало бы перераспределить функции между управляющей компанией и специализированным депозитарием. А потом перейдем к другой, не менее, на мой взгляд, интересной теме — теме маркетплейса и вообще открытой архитектуры предложения инвестиционных паев. Обсудим, в каком качестве можно здесь представить специализированный депозитарий. Некоторые из них берут на себя функции маркетплейсов. Существуют также специализированные депозитарии, которые пускаются в этот путь, думают о более масштабных маркетплейсах — таких, как Московская биржа. Вот об этом обо всем поговорим.

Вначале я бы хотел предоставить слово Ларисе Селютиной. Лариса, по поводу функций управляющей компании и специализированного депозитария. На этот счет был доклад Центрального банка с вопросами, адресованными индустрии. НАУФОР свою точку зрения на этот счет высказала. На какой стадии в настоящее время находится этот процесс, что думает на этот счет Центральный банк?

Лариса Селютина. Спасибо. Коллеги, уже год назад, в апреле 2020 года, был опубликован доклад о спецдепах, но из-за пандемии его результаты не удалось оперативно финализировать и официально довести до участников рынка. Кроме

того, в июне прошлого года спецдепы были отнесены в рамках регуляторно-надзорных функций Центрального банка к инфраструктурным организациям, их регулирование перешло в наш департамент, где сконцентрирована вся инфраструктура финансового рынка. Соответственно, регулирование финансовых посредников ушло в департамент Кирилла Пронина.

Сейчас мы этот доклад все-таки финализировали, и сегодня я озвучу те основные пришедшие от рынка предложения, которые регулятор готов на данном этапе поддержать.

Банк России готов поддержать предложение о закреплении на законода-

тельном уровне права управляющих компаний делегировать спецдепам, с которыми заключен договор на обслуживание, функции по учету активов ПИФов, расчету их стоимости, включая стоимость чистых активов.

Как я поняла, сутью такого аутсорсинга является перераспределение гражданско-правовой и административной ответственности. Этот вопрос серьезно обсуждался в Банке России, даже председатель им интересовалась, мы ее информировали о тех решениях, к которым (вместе с юридическим департаментом) пришли. Банк России полагает необходимым сохранить гражданско-правовую ответственность за правильность и своевременность расчетов стоимости чистых активов за управляющими компаниями, а административную — за лицом, осуществляющим расчет, то есть за спецдепом. То есть в тех случаях, когда управляющие компании передают эту функцию на аутсорсинг, спецдеп будет нести административную ответственность.

Вторая тема, которая поднималась, — информационная зависимость спецдепа от клиента. Действительно, своевременное получение спецдепом первичных документов является очень важным фактором эффективности осуществления его функций по учету и расчету стоимости активов, это особенно важно в случае делегирования спецдепу указанной функции. Наш департамент планирует внести в закон об инвестиционных фондах общую норму об обязанности профессионального участника предоставлять спецдепу информацию об операциях своих клиентов и о праве спецдепов на получение такой информации. Мы попробуем это сделать сейчас пока именно в законе об инвестиционных фондах. Потом, если возникнет необходимость, постепенно уже будем дополнять этими нормами

регулирование профильных законов, если потребуется.

Третий важный вопрос, который поднимался в докладе: хранение имущества и обеспечение его сохранности. На самом деле замена функции хранения на функцию обеспечения сохранности нефинансовых активов вызвала неоднозначное мнение в части необходимости возложения на спецдепы обязанности проверять состояние такого имущества и его эксплуатацию.

На данном этапе регулятор все-таки признал целесообразным отказаться от функции обязательного хранения движимого имущества и ограничить обязанности спецдепов в отношении указанных активов обязанностью осуществлять их верификацию. Это, мне кажется, все-таки более лайтовый функционал. Кроме того, мы оставляем право иным образом определять возникновение указанной обязанности и предоставить это право пайщикам. Они могут усилить ответственность спецдепа в этой части, могут освободить от ответственности: это будет регулироваться правилами доверительного управления.

На данном этапе регулятор считает, что можно попробовать реализовать основные моменты именно в таком виде. Более того, в закон об инвестфондах уже готовятся поправки (Кирилл Пронин сегодня их обсуждал) о транзитных счетах. Возможно, уже ко второму чтению мы дополним законопроект этими поправками. Тогда он пойдет уже гораздо быстрее.

Остальные инициативы. Насколько помню, предлагалось также расширение функционала спецдепа даже не на профессиональных участников, но вообще на рынок. У регулятора это предложение не вызывает никакого отторжения. Просто давайте идти step-by-step. Попробуем сейчас зафиксировать обсуждаемые поправки, а дальше

уже будем двигаться по мере того, что получится.

Алексей Тимофеев. Татьяна, Павел, Анна, выглядит так, что Центральный банк принял наши предложения. Тайминг, о котором говорит Лариса, тоже внушает оптимизм. Если законопроект, связанный с отменой транзитных счетов, уже внесен, то вряд ли мы успеем (наверное, не успеем) принять его в первом чтении в эту сессию. Но это не кажется катастрофой, поправки не должны помешать принятию всего закона до конца 2021 года. Но мне нужно ваше мнение, Илья, Юлия, Павел, я правильно понимаю, что это хорошие новости?

Павел Прасс. Лариса Константиновна, в вашем лице Банк России принес серию благих вестей. Я даже не ожидал услышать их все вместе. Мы давно говорили про передачу функций на аутсорсинг. Действительно, как вы сказали, вопрос об ответственности — один из краеугольных камней, над которым долго бились, даже в финальных стадиях он вызывал яркие дискуссии, вплоть до отторжения. А сейчас, наконец, внутри Банка России достигнуто описанное видение. Да, надо его еще реализовать, но озвучиваемые сроки — это быстрее не придумаешь.

Про получение информации и хранение имущества: честно скажу, такая конфигурация по этим позициям — это, в моем представлении, идеальное решение на сегодня. И я даже согласен, что не надо пытаться (лучшее — враг хорошего) присовокупить сюда все остальные пожелания, потому что можно навредить этим инициативам.

Полностью подтверждаю, что идет серьезное изменение и революция. **Татьяна Есаулкова.** Спасибо огромное за прекрасные новости. Мы готовы активно участвовать в их подготовке. **Анна Зайцева.** Спасибо, конечно же, большое, мы даже не рассчитывали на

то, что все так хорошо сложится. По сути, рынок получил все, что хотел. На данный момент очень важна возможность передачи спецдепам функции учета активов фондов. По мере усложнения процедуры учета и оценки стоимости чистых активов все больше управляющих компаний заинтересованы в передаче этой функции, потому что у них сложно с собственной экспертизой. Если это удастся сделать в столь короткие сроки, будет просто замечательно.

Что касается расширения функционала спецдепа на другие области контроля, здесь отдельное спасибо. Если будет возможность объединения бизнесов, это просто прекрасно. И управляющие компании в этом заинтересованы, и спецдепы тоже.

Алексей Тимофеев. Илья и Юлия, если вы тоже собираетесь просто поблагодарить Центральный банк, то...

Илья Фомичев. Безусловно, если говорить про административную ответственность, то, думаю, вряд ли у кого-то были иллюзии, что Центробанк согласится переложить на спецдеп и гражданско-правовую ответственность. Думаю, это было бы просто вредно. Потому что пайщик видит только управляющую компанию. Спецдеп для многих пайщиков (думаю, что для 95%, это моя экспертная оценка) — неизвестный и непонятный институт. Пайщик приходит в управляющую компанию, с ней общается, поэтому риски должны закрываться там.

Очень позитивный момент, что все-таки Центробанк двинулся в сторону перекладывания административной ответственности. Я помню нашу конференцию предыдущего года, там эта идея вызывала отторжение. Движение регулятора в сторону рынка дорогого стоит. Поэтому спасибо.

Алексей Тимофеев. Думаю, что...

Юлия, сейчас я вам предоставляю слово.

Думаю, что это было не отторжение на самом деле. Мы тогда смогли диагностировать самую главную проблему, о которой сказал Павел; смогли определить, что краеугольный камень — вопрос ответственности. Тогда мы почти уже сблизилась в том, как ответственность перераспределяется, и, в общем-то, согласились с тем, что управляющей компании, наверное, не удастся избежать гражданско-правовой ответственности. Юлия.

Юлия Кабановская. Спасибо большое за новости. Три данных вопроса стояли у меня на повестке, сейчас они закрыты. Хотелось бы отметить очень хорошую позицию Центрального банка в отношении того, чтобы учет передавался в аутсорсинг на добровольной основе, потому что еще не все управляющие компании готовы полностью передать эти учетные функции.

Лариса Селюткина. Да, речь идет именно о предоставлении права. Нет смысла вводить постоянные ограничения: это можно, то нельзя. Мы уже видим даже по предыдущей панели общее движение к тому, что бизнес сам должен решать, как ему удобно. Если управляющая компания уже создала для себя все механизмы учета, нет смысла сейчас заставлять ее их ломать. А если управляющая компания, наоборот, готова (в связи с тем, что требования тоже увеличиваются) передать соответствующие функции в спецдеп, это тоже ее право. Мне кажется, это разумно.

Алексей Тимофеев. Появился шанс, что мы обсудим и тему стоимости чистых активов. Поскольку так скоро высвободилось время, которое мы собирались потратить на убеждение регулятора, то давайте тогда обсудим инфраструктуру предложения инвестиционных паев. Первым из выступающих будет Павел Прасс, что логично, поскольку «Инфинитум» с прошлого года вошел в

реестр маркетплейсов и претендует на то, чтобы на его платформе работали 10 управляющих компаний или даже больше ...

Павел Прасс. Уже с 13-ю управляющими компаниями договорились.

Алексей Тимофеев. Отлично. Нет ли внутренних ограничений для платформы, которая функционирует на базе специализированного депозитария? Какова конкуренция? Московская биржа тоже планирует этим заняться и явно однажды займется. Каковы шансы у специализированного депозитария, занимающегося тем же, выстоять в конкуренции с такой огромной площадкой?

После этого я попрошу Татьяну высказаться о том же, потому что и «Гарант» занимается формированием витрины. Но немножко иначе это видит, так в чем именно состоит инаковость? И за тобой будет комментарий, Павел.

Павел Прасс. Спасибо. Сначала чуть-чуть истории. Мы занялись этим проектом несколько раньше, чем возник проект маркетплейса, который инициировал Банк России. Чем мы были движимы? В принципе, стратегическим видением, что, во-первых, надо диверсифицировать бизнес, а не заикливаться только на прямых функциях спецдепа. Во-вторых, мы получали запросы клиентов, которым точно помогали в сетях дистрибуции паев. В чем состояла помощь? Программное обеспечение, взаимодействие в части поддержки продаж розничных ПИФов.

Когда возникла и простая электронная подпись, и упрощенная идентификация, то это открыло возможность сделать процедуру покупки пая полностью в формате онлайн. И мы решили, что коль скоро обслуживаем достаточно приличный объем рынка в области открытых ПИФов,



то, вероятно, возможна синергия [от соединения функций спецдепа и розничной платформы]. Другое дело, что появится синергия точно не на первом этапе. Надо заметить, что так и вышло: сегодня особо заметной платформенной синергии пока еще нет. Но проект возник.

Потом в прошлом году возник закон о финансовых платформах, и «Инфинитум» в октябре включился в реестр. Даже само по себе это действие, включение в реестр, порождает и технологические изменения, и новые договорные конструкции. Пришлось делать доработки и в части ПОД/ФТ, и другие, в целом довольно много.

Что касается бизнес-модели, то «Инфинитум» сразу не ставил целью, что будет продвигать именно себя. Мы не являемся розничной платформой (в плане трафика клиентов), поэтому видели себя именно транзакционным ядром, платформой, которая будет продавать путем партнерств с внешними витринами. Сервис наш состоит в том, что, при подключении к витринам, мы аккумулируем на себе продукты управляющих компаний (а впоследствии — другие инвестиционные продукты, которые будут доступны). И будем продолжать наращивать количество партнеров. Наша задача — связывать транзакции в формате онлайн.

Мы по-прежнему сохраняемся в этой модели.

Сразу оговорюсь, что, когда все законодательно оформилось, у «Инфинитума» появились договоренности о сотрудничестве с Московской биржей. Сейчас мы определяемся, когда и каким образом будет происходить кооперация. Чтобы мы выступали все тем же транзакционным ядром платформы, играли именно роль оператора финансовой платформы, а Московская биржа была бы витриной. То есть по каким-то продуктам Московская биржа является и платформой, и витриной, а по вкладам — только платформой. В нашем случае

мы договорились о конфигурации, когда «Инфинитум» является платформой, а не витриной.

Да, это не исключает дальнейшей развилки, когда (параллельно или впоследствии) Мосбиржа сама реализует этот функционал. Поэтому тут резонно говорить о риске или о наличии конкуренции. Но пока мы находимся в формате договоренностей о том, что реализуем совместную интеграцию, в которой «Инфинитум» будет выполнять роль платформы.

Мы ведем переговоры (разной степени заинтересованности) и с другими партнерами: в первую очередь, это банки. Понятно, что большие банки, имеющие или строящие свои экосистемы, не являются ключевым партнером спецдепозитария «Инфинитум», мы им не нужны на нынешней стадии. Потенциальные партнеры — мелкие и средние банки, не имеющие либо своих инвестиционных продуктов, либо технологий, которые позволяют удовлетворять клиентов. Также мы вели переговоры с компаниями Яндекс и Сравни.ру, со Сравни.ру даже сделали пилотный проект.

Далее, мы многое отработали в части улучшения клиентского пути. Коллеги на предыдущей панели говорили об ожиданиях: что, как только продукт будет изобретен, брокеры сразу его положат на свои продуктовые полки, и всем будет счастье, но так не случилось. «Инфинитум» шел тем же путем, мы отработали много гипотез, столкнулись с ошибками или неоправданными ожиданиями. Считаю, что это необходимый практический опыт, теоретически этот путь нельзя пройти. Надо идти по нему, реализуя технические или продуктовые решения, и убеждаться на практике, что получается, а что нет.

Поэтому на сегодня амплуа у компании «Инфинитум» прежние — оператор

платформы. Через нас можно полностью онлайн пройти процедуру приобретения/погашения паев порядка 50 открытых интервальных фондов от 13 УК, реализована оплата по QR-коду. Мы анализируем тему оплаты через СБП, но там есть нюанс, потому что мы напрямую не можем...

Алексей Тимофеев. Взаимодействие с СБП — это к НАУФОР. Мы очень заботимся об этом проекте.

Павел Прасс. В плане продуктов интересны ЗПИФы. Паи некоторых ЗПИФов реализуются как розничные, поэтому и спрос на подобный продукт есть. Но это другой продукт, в первую очередь в плане риска, потому что ОПИФы все-таки более зарегулированы, там все более понятно. Операции с паями ЗПИФов требуют отдельной проработки.

Это я к тому, что мы сейчас анализируем возможности операций с паями ЗПИФов, БПИФов и с ИИСами. Также активно осуществляем действия в сфере информационной безопасности.

Сегодня на розничном рынке имеет место бум операций с паями ПИФов, это тренд и данность, мы осуществляем уже сотни тысяч операций. В среднем в реестрах проходят порядка 10–15 тысяч операций ежедневно. Требования к таймингу очень жесткие. Уже порядка 10 управляющих компаний работают с нами в формате T1, мы ожидаем снятия транзитных счетов. Перейти на формат расчетов T0 — отдельный вызов. Мы как инфраструктура должны в данном случае вместе с коллегами (управляющими компаниями, брокерами, банками) улучшить характеристики фондов (открытых, интервальных, ЗПИФов) так, чтобы они как можно ближе приблизились к БПИФам по таймингу, по характеристикам.

А дальше я как раз вижу возможность получения синергии. Если спец-

деп становится хорошей платформой в плане выполнения своих прямых функций (по крайней мере, по реестровым операциям), если он способен обрабатывать миллионы операций и удовлетворять запросы управляющих в части продвижения и продажи продуктов, то тогда наличие платформы, которая поддерживает также дистрибуцию, мне кажется, дает определенную синергию. Спецдеп становится комплексным администратором (по крайней мере, для розничных фондов). Может поддержать партнера — управляющую компанию — комплексно: и по спецдеповским функциям, и по учету, и по согласованию платежей, и по дистрибуции.

Мы это в перспективе так видим.

Алексей Тимофеев. Поясни, пожалуйста: если продолжать этот проект, не соорганизовавшись с Московской биржей, то есть ли шансы на успех.

Павел Прасс. Не только с Московской биржей. Ведь есть большие нефинансовые витрины, просто они еще не добрались до финансово-инвестиционных операций. Сейчас отечественный инвестор пошел на фондовый рынок, большой эффект там получается за счет низкой базы. Но если брать нефинансовые платформы — скажем, «Яндекс. Маркет», OZON, телекомы — там гигантские обороты, огромный трафик. У таких витрин тоже есть планы по предоставлению инвестиционно-финансовых услуг, просто для них эти услуги не приоритетны. Партнеры разные могут быть, не одна Мосбиржа. Просто Мосбиржа — это из разряда очевидного. И сама биржа заинтересована, и мы заинтересованы. Но вообще-то мы смотрим на рынок шире.

Алексей Тимофеев. Татьяна, я хочу, чтобы ты продолжила. Маркетплейс, на мой взгляд, является попыткой решить самые общие проблемы:

формирования открытой архитектуры для предложения/погашения инвестиционных паев. Кто-то для этого предназначен лучше, кто-то хуже, как мне кажется. Точно ли нужно было делать открытую архитектуру для индустрии коллективных инвестиций на базе маркетплейса Московской биржи? Правильное ли это решение?

Таня, как вы видите эту функцию? Может быть, она не очень естественна для специализированного депозитария? **Татьяна Есаулкова.** Мне очень приятно в рамках нашей конференции официально сделать заявление о том, что СДК «Гарант» сегодня запускает свою витрину паевых инвестиционных фондов СДК «Гарант. Инвестиции», которую мы разработали в партнерстве с крупнейшими управляющими компаниями. Она находится по адресу: sdkgarant.online.

С помощью этой витрины частные инвесторы могут выбрать паевый инвестиционный фонд и инвестировать в него. Наша витрина, конечно, больше нацелена именно на частных инвесторов, нежели на управляющие компании. На текущий момент в витрине представлены 39 открытых паевых инвестиционных фондов шести управляющих компаний: это УК «КСП Управление активами», «Промсвязь», «Открытие», «Система Капитал», «Ингосстрах. Инвестиции» и «Апрель Капитал». Их число, я уверена, будет расти.

Посетители портала в одном окне получают всю необходимую для принятия инвестиционных решений информацию о фондах, могут сравнить их по доходности, по объектам инвестиций, стоимости пая и размеру минимальных инвестиций.

Также мы создали и продвигаем сейчас телеграм-канал и аккаунт в «Яндекс Дзен», который называется «Купи пай». На нем потенциальные инвесторы

смогут ежедневно получать актуальную информацию о рынке коллективных инвестиций, о новых трендах, о наиболее доходных ПИФах. Там уже больше 500 подписчиков.

Мы это делаем, поскольку хотим, чтобы рынок ПИФов развивался, чтобы на него приходили новые подготовленные инвесторы. Нашей целью видим формирование для управляющих компаний таких клиентов, которые готовы инвестировать уже в паи. То есть наша цель сейчас — формировать базу потенциальных инвесторов, которые будут приходить именно на рынок паевых инвестиционных фондов.

Конечно же, в перспективе мы хотели бы развивать нашу витрину в сторону предоставления инвесторам возможности заключать на ней сделки, то есть формирования полноценного маркетплейса по ПИФам. Я здесь не вижу проблемы, потому что технически маркетплейс — это простая понятная конструкция. Самое главное — это трафик, люди, которые бы приходили на эту платформу, заключали на ней сделки. Самое основное — создание трафика.

Но я не считаю, что в стране должен быть только один маркетплейс. Должно быть много площадок, чтобы каждый мог выбирать, где ему совершать операции. Мне не импонирует идея, что в России все должно быть в одном экзземпляре. Пусть будет много площадок, а рынок сам выберет, где комфортнее. Может быть, потом будет происходить объединение. Если мы ориентируемся на американский рынок, про который сегодня много говорили, то там большинство физических лиц инвестируют в паи. В России, в принципе, рынок-то потенциально большой. Главное, чтобы жизненный уровень в стране рос, и у людей была возможность инвестировать.

Всю технологическую базу мы, конечно, подготовим.

Алексей Тимофеев. Таня, спасибо большое. Анна, Илья и Юлия: я бы хотел предложить вам порассуждать о том, как должна выглядеть открытая архитектура индустрии коллективных инвестиций. Знаю, что точка зрения НАУФОР и ВТБ близка. Но для ВТБ и подобных ему игроков нужно убрать ограничение на совмещение видов деятельности, сегодня исключающие возможности осуществления таких действий брокерами.

Мне кажется, представление о маркетплейсе как об аналоге организованного рынка является неправильным. Маркетплейс, скорее, продукт, именно так он развивается в мире — как продукт посредников. Но я при этом вижу очень сильную мотивацию к предложению через маркетплейс не только своих, но и чужих продуктов, может быть, из стремления сохранить своих клиентов.

Таким образом, не исключено, что, если нас поддержит Центральный банк, то получится законодательно расширить возможности использования маркетплейса — до маркетплейса-посредника. И, таким образом, усилить конкуренцию, усилить возможности предложения не только собственных финансовых инструментов, не только паев.

Аня, можно я тебе сначала передам слово?

Анна Зайцева. Откровенно говоря, мы на тему маркетплейса не думали, поскольку в нашей группе есть банк, имеющий собственную дистрибуцию. Его сотрудники продумывают «личные кабинеты» клиентов, где можно все операции сделать одним кликом, в одном месте. Тем не менее, действительно было бы хорошо, чтобы появился маркетплейс, объединяющий много управляющих компаний. И не обязательно, чтобы у всех УК был общий спецдеп. Сейчас получается, что «Инфинитум» сделал площадку только для своих.

Павел Прасс. Нет.

Анна Зайцева. Нет? Вообще тогда прекрасно. Получается, что это площадка для всех заинтересованных. Тогда у конечного потребителя, у инвестора появляется доступ, по сути, к почти неограниченному числу инструментов. Это будет очень хороший и объемный рынок.

Когда я размышляла на эту тему, то казалось логичным, чтобы такой площадкой была биржа, куда есть доступ у всех. Но конкуренция открытых площадок — это тоже прекрасно. Будет очень интересно наблюдать, как они будут конкурировать, потому что потребности у конечного потребителя вроде бы одинаковые. Очень интересно, прямо горжусь коллегами.

Алексей Тимофеев. Финансовый рынок один из немногих, где есть конкуренция и появляются продукты, которые заставляют двигаться всех остальных. Илья. Илья Фомичев. Да, мы тоже анализировали возможности маркетплейса, но не нашли для себя возможности, как Павел выразился, «тратить миллиарды» на проект такого рода. Это ни в коем случае не принижает заслуги коллег.

Вот, кстати, Лариса Селютина посетовала чуть раньше, что сразу не удалось продвинуть положения консультативного доклада об инфраструктуре. Мне кажется, что возникшая пауза даже открыла окно возможностей. Потому что доклад Банка России описывает не проблемы спецдепов как таковые, он описывает развитие рынка. Мы вот сами, не дожидаясь милости Центробанка, проанализировали, что можем предложить своим клиентам. И в течение года реально предложили новые продукты. Уместно ли встроить такую реплику в ответ на заданный вопрос?

Алексей Тимофеев. Поясню. Сначала мы беспокоились о том, что закон

о маркетплейсе может мешать заниматься той же самой деятельностью, маркетплейсом не называясь. Конечно, у маркетплейса есть несколько достоинств, которыми хотели бы воспользоваться все участники, не только Московская биржа, не только инфраструктурные институты. Экзекьюшн через НРД, например — это важная возможность. Тем не менее, мы начинаем сейчас консультации с Центральным банком о том, чтобы положения этого закона распространялись не только на инфраструктурные организации. Чтобы закон не заставлял финансовых посредников создавать дочерние компании с тем, чтобы получить возможность воспользоваться опциями такого рода. Юлия.

Юлия Кабановская. Мы в финансовой группе задумываемся о такой платформе. Думаем, что в ближайшее время на рынке появится очень много маркетплейсов и витрин. Есть опасения, что затраты на инфраструктуру такого рода могут пасть на плечи розничных инвесторов.

Хотелось бы, чтобы такие маркетплейсы и платформы все-таки дали открытым фондам возможность развиваться. Ведь нельзя сказать, что сейчас отечественные открытые фонды развиваются. Например, такая статистика: за последние пять лет зарегистрировано 89 открытых фондов. При этом на рынке осталось только 52 фонда, это 52%. Поэтому хотелось бы, чтобы новые платформы ориентировались на развитие открытых фондов, чтобы розничные инвесторы не страдали. Спасибо.

Алексей Тимофеев. Прежде чем спросить мнение Ларисы по поводу инфраструктуры и маркетплейса, хочу поблагодарить Павла за то, что именно он, по существу, сформулировал основные представления о такого

рода платформе, которыми мы все потом воспользовались и продолжаем пользоваться сейчас. Открытая архитектура для коллективных инвестиций в Соединенных Штатах Америки основана на DTCC — центральном депозитарии. В России сегодня больше всего на эту структуру похож маркетплейс Московской биржи. Но, коль скоро мы назвали это маркетплейсом, почему бы не доделать необходимое? Убрать, например, проблему для открытых фондов, состоящую в том, что налоговым агентом не может быть брокер уровнем ниже, чем тот, который зарегистрирован в реестре пайщиков. Ну, и предложить всем остальным посредникам возможность тоже воспользоваться законодательством о маркетплейсе. Лариса, можно это прокомментировать?

Лариса Селютина. С тех пор, как принят закон о маркетплейсе, прошло еще достаточно мало времени. Банк России сейчас просто мониторит ситуацию, бизнес сам должен нащупать свою нишу. Ведь задача регулятора — предоставить возможность. Мы не можем предсказать, что полетит, а что не полетит. Мир быстро меняется, наш рынок тоже. Вот сейчас тема цифровизации, автоматизации все настолько быстро меняет, что никакой регулятор не успеет подстраиваться под требования бизнеса.

Поэтому сейчас я наблюдаю в регулировании такую тенденцию: максимально предоставить участникам возможности, следить за управлением рисками и корректировать только в ситуации, если риски начинают реализовываться. Тенденция — дать рынку возможность самому найти свой путь. Вспомните, когда Банк России вышел с инициативой о законопроекте по маркетплейсу, было очень много опасений, в том числе со стороны посредников. А сейчас посредники

начинают говорить: «Давайте мы тоже войдем в эту инфраструктуру». Так входите. Анализируйте, пробуйте, у кого получится. Рынок так и должен развиваться.

Регулятор готов слышать вас. Сейчас уже пошла речь о том, что надо расширить требования к организационно-правовой форме, снять ограничения по совмещению функций маркетплейса. Давайте эти вопросы обсуждать, потому что направление совершенно новое.

Сейчас регулятор, в принципе, не видит особых проблем, связанных с платформенным бизнесом. Просто нужно изначально ставить во главу угла требования по информационной безопасности, по управлению операционным риском. Но у вас как участников рынка уже накоплен в этой области колоссальный опыт, наш финансовый рынок уже готов к самым сложным технологическим прорывам, на мой взгляд.

Сейчас все инфраструктурные организации находятся под контролем нашего департамента, мы готовы общаться и оценивать все предложения рынка. Мы открыты, как все открытые платформы.

Алексей Тимофеев. Там, где посредник сам является оператором маркетплейса или маркетплейс не исключает участия посредника, это не вызывает никаких вопросов. Поэтому, как нам кажется, пусть будет много маркетплейсов хороших, разных. Увидим, какие из них сработают. Нас пугало, что НРД станет работать с конечными клиентами. Решение, которое не оставляло место посредникам, нам не нравилось. Такие маркетплейсы, где посредники сохраняют свою функцию (в том числе, по работе с клиентами), мы приветствуем.

Я бы хотел обсудить с участниками конференции еще два вопроса.

Первый вопрос: каков первый опыт регистрации правил фондов для квалифицированных инвесторов. Сегодня Кирилл Пронин сказал, что продолжается работа над отменой типовых правил, стало быть, заменой их на требования к правилам паевых инвестиционных фондов для неквалифицированных инвесторов. Воспользовались ли управляющие новыми возможностями?

Второй вопрос: стоимость чистых активов. Предлагаю сразу же высказываться и по тому, и по другому вопросу.

Весь прошлый год мы занимались кредитными рисками, чем нам предстоит заняться в этом году? Коллеги? Павел, предложу тебе начать, а всем остальным продолжить.

Павел Прасс. Я про ПДУ сначала. Первый опыт оказался таков. Когда право (или обязанность) регистрации фондов для квалифицированных инвесторов передали в спецдепы, то ожидания управляющих компаний отличались от тех ожиданий, которые ранее они имели по отношению к Банку России. Перешла ли только функция? Нет, перешло нечто большее. Поскольку мы готовились к оказанию этой услуги еще в конце 2019 года, то в «Инфинитуме» все сложилось достаточно удачно. Мы за 2020 год согласовали 85 правил ПДУ и порядка 630, по-моему, изменений в правила. Это большое количество изменений, мы справились с этим. Нам удалось действовать гибко, договариваться с клиентами о сроках, о сопровождении, консультировать их в процессе. То есть в целом я считаю, что переход прошел успешно, но это наша оценка. Я бы все-таки еще спросил, а как Банк России это оценивает? Мы-то и дальше готовы двигаться, но перспектива движения серьезно зависит от доверия регулятора к развитию такой функции.

Еще раз повторюсь: мне кажется, важно найти взаимопонимание и доверие. Из-за того, что сейчас клиенты испытывают в отношении этой услуги более высокие ожидания, нежели раньше, то я бы в данном случае не торопился.

Алексей Тимофеев. Но разве вы не стали регистрировать быстрее ...

Павел Прасс. Быстрее, да. Когда есть потребность, то регистрируем быстрее. Наши опросы клиентов говорят о том, что они довольны, что им стало лучше, это точно совершенно.

Но все равно консерватизма-то хватает. Мы видим, что управляющие компании далеко не сразу и очень далеко не все пытаются использовать те возможности, которые заложила отмена. Кто-то более подвижен, кто-то консервативен. То есть все равно все происходит постепенно. Эволюция не на всех одинаково действует.

Анна Зайцева. Эволюция не на всех одинаково действует, отлично сформулировано. Во всем, наверное, поддержку Павла. Действительно, у нас тоже нет опыта регистрации правил, которые кардинально отличались бы от типовых ПДУ. Управляющие компании пока сильно опасаются пользоваться гибкостью и свободой, полученными в результате нововведений. Управляющие компании, которые у нас обслуживаются, очень боятся, что им заранее ничего не скажут, сразу откажут. Уже понимают, что спецдеп — это все-таки чуть более гибкая структура.

Мы, безусловно, очень положительно оцениваем передачу процесса регистрации ПДУ в спецдеп. Управляющие компании получили свои бонусы от этого. Спецдеп, в общем-то, тоже свои бонусы получил, потому что добавилось предсказуемости. Мы заранее, уже на этапе обсуждения правил доверительного управления понимаем, какова будет инвестиционная полити-



ка управляющей компании, как будет структурироваться вознаграждение, какие будут объекты инвестирования. Для спецдепа в плане подготовки к дальнейшему обслуживанию фонда это большой плюс.

Кроме того, для спецдепа стало очевидным, когда именно будут зарегистрированы ПДУ. На нас это не сваливается, как гром среди ясного неба, мы знаем, когда это случится, и, соответственно, когда надо будет приступать к самому формированию фонда. Срочная регистрация тоже очень актуальна. Такая гибкость востребована. Востребована клиентами, поддержана спецдепами.

Если позволите, я хотела бы сделать небольшую ремарку, Лариса Константиновна, вы упомянули, что в закон об инвестфондах будут внесены поправки, обязывающие профучастников предоставлять информацию. Я хотела обратить внимание, что, помимо профучастников, еще есть банки. Нам очень хотелось бы от них тоже напрямую получать информацию: выписки, в первую очередь. И если будет возможность продвинуться в отношении Росреестра... я знаю, что с Росреестром очень сложные взаимоотношения у всех, включая Банк России. Но хотелось бы, чтобы Росреестр тоже был обязан предостав-

лять нам информацию — хотя бы по запросу.

Лариса Селютин. Я говорила о профессиональных участниках в целом, не имела в виду, что это только брокера. Профессиональные участники — это и банки тоже. Мы внесем общую норму для всех. Другое дело, что, скорее всего, потом потребуются вносить изменения в профильные законы. Но, если удастся сделать первый шаг, внести именно общие требования в закон об инвестиционных фондах, то это уже будет, можно сказать, победа.

Пожелание в адрес Росреестра мы тоже поддерживаем, это действительно достаточно важно. И можно, на наш взгляд, это сделать.

Хотела сейчас сразу прокомментировать в части регистрации правил. Вы правильно отметили, очень полезно для самих спецдепов предварительно знакомиться с тем, что будет в правилах, чтобы понимать, как отстраивать свои процессы.

Можно сказать, что на этом этапе спецдепы справились. Но соглашусь с Павлом: еще пока рано двигаться дальше. Давайте вы сначала более четко отработаете внутренние процедуры, чтобы потом уже двигаться дальше к розничным механизмам.

Татьяна Есаулкова. Я тоже очень положительно оцениваю реформу. Большое спасибо Банку России за доверие и поддержку: спецдепам дали очень важный функционал. Это как раз тот случай, когда счастливы все. Счастлив клиент, поскольку имеет правила в короткие сроки. Счастлив спецдеп, поскольку получил новые направления деятельности и новый источник получения дохода. Опять же, спецдеп получает всю информацию по фонду значительно раньше, участвует вместе с управляющей компанией в подготовке фонда.

Мы внимательно анализируем все правила, потому что понимаем: это наша ответственность, это наши лицензионные риски. Мы заинтересованы в том, чтобы потом ни к управляющей компании, ни к спецдепу не было никаких замечаний со стороны Банка России. В будущем я надеюсь на развитие реформы и в отношении открытых фондов: через два года, через три, в спокойном режиме.

Алексей Тимофеев. Это очень хороший пример дерегулирования, на мой взгляд. И да, давайте подождем с неквалифицированными инвесторами, хотя бы потому, что там нужен публичный характер. Обычно все то, что адресовано розничным инвесторам, регулятор оставляет за собой.

Илья, продолжишь?

Илья Фомичев. Если говорить про развитие, то здесь, мне кажется, очень важно, что и Центральный банк снял с себя функцию, которая отнимала у него много времени, сил. Теперь он сможет эти силы направить на дальнейшее развитие рынка, а нерешенных вопросов достаточно много.

Приведу в пример пару сервисов, которые мы делали для клиентов и в отношении которых не все отрегулировано.

Мы за прошедший год запустили для клиента возможность получения выписок с расчетного счета из банка напрямую, путем заключения различных договоров. Тем не менее, риски все равно остаются, потому что в 156-ФЗ (и не только в нем) предусмотрено, что управляющая компания должна предоставить в спецдеп первичные документы. Мы вроде бы закрыли эту проблему договорами, но все равно риск до конца не снят просто потому, что в законодательстве есть упомянутая норма.

Еще один момент, который имеет смысл обсудить: может быть, регулятор в эту сторону тоже подумает. На прошлой сессии Екатерина Черных жаловалась, что, если фонд имеет много пайщиков, то их голосование организовать очень сложно. Вот мы запустили многогранный сервис, называется «Точная цифра». Начали с опции голосования. Это универсальная опция: может быть проведено голосование в инвесткомитете, может быть голосование общего собрания пайщиков. Технически сервис готов. Юридически мы его запустить не можем, потому что до сих пор действует норма 2008 года, которая установлена еще ФСФР. Банку России нужно будет переписывать документ.

У нас не хватает ресурса на решение описанной проблемы. Но, навер-

ное, и у Центробанка тоже ресурса не хватает. Поэтому, чем больше таких, не совсем профильных историй Центробанк будет отдавать в рынок, тем больше у него самого будет возможностей глобально думать о развитии рынка.

Алексей Тимофеев. Юлия, буду рад, если вы вспомните о теме СЧА, которую я упомянул. Но вообще можно говорить на любые темы.

Юлия Кабановская. Да, спасибо.

По поводу правил СЧА. Мы считаем, что данные правила надо унифицировать. Во-первых, сложность в том, что правила не могут содержать методы определения активов, которые не предусмотрены инвестиционной декларацией ПДУ. Получается, что в управляющей компании могут быть уникальные правила для разных фондов. Это означает множественность таких правил.

Второй момент. Если управляющая компания работает с несколькими специализированными депозитариями, то должна проверить правила определения стоимости чистых активов у каждого из них. Возрастает нагрузка, сроки согласования правил увеличиваются, поскольку нужно, чтобы методы определения активов были единообразными. В этом сложность.

Может быть, надо подумать об унификации правил? Например, собрать в один документ методы определения справедливой стоимости активов для управляющих компаний? Или сделать унификацию по категориям фондов?

Алексей Тимофеев. Насколько я понимаю, стандарты — достаточно гибкий инструмент, он оставляет возможность для альтернативных методик. Но тут присутствуют люди, которые сумеют лучше об этом высказаться. Юлия, вы позволите, я Анне переадресую вопрос?

Анна Зайцева. Действительно очень актуальна проблема, когда управля-

ющая компания работает с несколькими спецдепами. На отечественном рынке есть два, так сказать, ведущих спецдепа, которые в свое время подсу-етились, сделали свои типовые правила расчета СЧА. Соответственно, теперь, когда управляющая компания приходит в другой спецдеп, то уже приносит именно эти правила и говорит: «Будет вот так». И начинаются танцы с бубнами: поскольку такая система позволяет очень вариативно оценивать активы, зачастую одни и те же активы.

По поводу стандартов. Прежде всего, большое спасибо НАУФОРу, который эти методические рекомендации сделал и провел огромную работу.

Чего бы хотелось еще? Когда необходимо оценить вероятность дефолта, допустим, в отношении пайщика фонда-физического лица, то, если фонд имеет длительную историю, управляющая компания может это сделать на основе вероятности, исходя из активов фонде. А если история фонда невелика, да и для управляющей компании это новый опыт, то высчитать такую вероятность достаточно сложно. При этом информация о вероятности дефолтов в отношении разных категорий пайщиков есть у Банка России.

Хотелось бы, пользуясь случаем, обратиться к Центральному банку: может быть, вы расширите статистическую информацию для того, чтобы спецдепы и управляющие компании могли точнее рассчитывать вероятность дефолта по обязательствам физических лиц при определении стоимости чистых активов, точнее, при оценке конкретного актива в фонде. Было бы очень полезно. Я понимаю, что вероятность дефолта зависит не только от категории физического лица, суммы кредита (в случае ипотеки) и прочего, — она зависит еще от того, насколько качественно проведена оценка заем-

щика. Но с чего-то надо начинать, на чем-то основываться. Для рынка было бы полезно располагать такой статистической информацией.

Еще один нюанс. Алексей, вы справедливо заметили, что методические рекомендации очень гибкие и позволяют управляющей компании разрабатывать свои методики, свои критерии. Вот управляющая компания рамочно переписывает рекомендации НАУФОР о порядке расчета СЧА, не задумываясь о том, как конкретно потом это будет считать. Задумывается она об этом ровно в момент, когда приобретает актив (или собирается приобрести). Дальше начинаются бурные дискуссии: как считать? достаточно ли данных? какие критерии, какие методики применять? Это проблема не регулятора, но она присутствует. С ней нужно работать. В порядке расчета СЧА сейчас две проблемы: во-первых, кредитный рейтинг; во-вторых, методики и критерии, которые управляющая компания утверждает несвоевременно.

Опять-таки, если мы говорим о множественности спецдепов, то критерии и методики в мировоззрении различных спецдепов могут различаться.

Алексей Тимофеев. К благодарности Анны в адрес НАУФОР добавлю свою благодарность в адрес Центрального банка, потому что стандарты расчета СЧА являются продуктом совместного творчества — индустрии и специалистов Центрального банка. Может быть, именно это является условием доверия к стандартам как со стороны индустрии, так и со стороны Центрального банка. И сама возможность саморегулирования в этой области покоится на совместной исключительно эффективной работе. И я за нее признателен. Это пример того, что Центральный банк участвует в разработке стандартов внутренних стандартов саморегулируемой организации.

Татьяна Есаулкова. Еще раз хочу выразить благодарности НАУФОР и ЦБ по поводу колоссальной работы, которая была проведена рабочей группой НАУФОР. Илья, спасибо огромное, это колоссальный труд.

Переходя к обсуждению: большая просьба к управляющим компаниям, чтобы в части оценки кредитных рисков они руководствовались моделями и подходами, изложенными в стандарте.

В целом и для управляющих компаний, и для спецдепов каждая новая итерация изменения правил СЧА означает огромный труд. Поэтому хотелось бы, чтобы сейчас, после того как стандарт приняли, мы могли какое-то время поработать без изменений, стабильно и вдумчиво наладить все соответствующие процессы (информационные и технологические).

И, конечно же, я согласна с коллегами в том, что если управляющая компания работает с несколькими спецдепами, то она обязана соблюдать единые методы расчета СЧА. На рынке есть практика, когда спецдеп наказывают за то, что он не проверяет правила СЧА «чужих» фондов. Представьте, управляющая компания должна предоставить спецдепу правила СЧА по, например, 20 таким фондам. Это какой-то «мартышкин труд», никому не нужный.

Алексей Тимофеев. Давайте проверим это. Это кажется настолько странным, что, наверное, следовало бы поспешить это исправить.

Татьяна Есаулкова. Мы готовы получать от управляющей компании гарантийное письмо, что правила совпадают во всех фондах, во всех спецдепах. Но проверять их все — огромный труд. Безумие просто.

Еще один момент, на который я хотела бы обратить внимание и узнать мнение рынка. Мы бы хотели для за-

крытых квалльных фондов, у которых отсутствует требование к структуре активов фонда, внести изменение в указание 3758-у, в котором говорится, что расчет стоимости должен осуществляться на следующий рабочий день. Например, если ситуация имеет место 31 мая, то 1 июня спецдеп должен уже посчитать стоимость чистых активов большого закрытого фонда для квалливесторов. То есть управляющая компания за один день должна предоставить все первичные документы, причем у самой управляющей компании срок для расчета и предоставления отчетности в ЦБ составляет 10 дней. Хорошо, если бы у спецдепов тоже было право осуществлять расчеты не на следующий рабочий день. Поскольку в этой ситуации нет структурных ограничений, нет никаких рисков, если стоимость пая будет посчитана не 1 июня, а, например, 8 или 9. Бывает так, что спецдеп посчитает СЧА на следующий рабочий день, а потом управляющая компания присылает новые документы, дополнительные, и приходится осуществлять пересчет, отправлять регулятору новую отчетность. Это тоже лишний труд.

Павел Прасс. Хочу сказать о правилах СЧА и стандартах. Мне кажется, что вот уже больше года мы все занимаемся решением одной и той же проблемы, связанной с множественностью алгоритмов расчета СЧА, поскольку они свои у каждой управляющей компании. Это особенно неудобно в ситуации, когда УК сотрудничают с разными спецдепами. Но мне кажется, сейчас ситуация лучше, чем год назад в части способности договариваться. Не говорю, что все идеально. Но мне кажется, уже по многим позициям спецдепы договариваются. Проблем стало немножко меньше.

Конечно, свобода трактовки стандарта все равно порождает огромную

вариативность. У «Инфинитума» на обслуживании одних только ЗПИФов для квалливесторов — 390, из них процентов у 40 (а то и у 50) правила расчета отличны от нашего шаблона. Хотя наш шаблон уже имеет определенную вариативность. Вы представляете, сколько надо реализовать в системе вариативностей этой оценки? А если в ЗПИФе 2,5 тысячи пайщиков (то есть контрагентов)? Кредитный риск — основная, конечно, засада. Есть и другие сложности, но самое веселое, конечно, это оценка кредитных рисков.

Да, началась кампания согласования правил расчета СЧА к 1 июля. Но мы сейчас не можем оценивать масштаб этого согласования, сможем только по итогам. Когда станет возможна автоматизация процессов этой оценки, мы пока точно сказать не можем. Но это непростая задача, именно в силу вариативности. Сейчас спецдеп бывает вынужден реализовывать методики и алгоритмы клиента.

Ну, и маленькое пожелание к Банку России. Допустим, какой-то спецдеп написал локальный запрос по конкретному кейсу, получил ответ регулятора. Нельзя ли, по возможности, делать этот ответ публичным? Неважно, «Гаранту» ли ответил Банк России или «Инфинитуму». Любой спецдеп изменит свою позицию в соответствии с пояснениями Банка России, изложенными в этом письме. Когда по обезличенному кейсу публично высказана позиция регулятора, то все участники процесса могут реализовать единообразную практику.

Я не говорю, что это критическая проблема, но накопление практик приведет к тому, что в итоге все участники будут способны поддерживать вариативность, удовлетворять любые запросы.

Алексей Тимофеев. Да. Центральный банк, кстати, надо отдать ему должное,

достаточно правильно реализует разъяснительную функцию. И очень часто отказывает в индивидуальных ответах, переадресуя вопрос НАУФОР. А мы уже спрашиваем от имени индустрии и представляем общую точку зрения всей индустрии.

Что касается вариативности — это, скорее, достоинство нового регулирования, я считаю.

Павел Прасс. Сегодня и на первой панели звучало, что наш регулятор несет столько добра, что он поддерживает дерегулирование. В том числе переадресовал разработку стандарта по расчету СЧА, поручив ее саморегулируемой организации. Это здорово, не спорю. Просто надо объективно понимать, что именно порождает дерегулирование. Для инфраструктуры и регулирования, и дерегулирование, и любое вообще телодвижение порождает массу изменений в технологиях, имеющих огромную трудоемкость.

Алексей Тимофеев. Тактически мы полны сочувствия к спецдепам. Только они могут справиться с обслуживанием вариативности.

Лариса Селюткина. Правильно я понимаю, что сейчас стоимость СЧА считают и управляющие компании, и спецдепы?

Павел Прасс. Да.

Лариса Селюткина. А когда спецдепам передадут функции на аутсорсинг, то считать будут только они?

Павел Прасс. Это как раз синергия. Бывает же так, что, например, спецдепы уже считают, а УК еще только тренируется. Короче, ответ — да.

Лариса Селюткина. Дальше у меня мысль срабатывает в рамках уже надзора, контроля за выполнением требований, за тем, как участники управляют рисками. **Татьяна Есаулкова.** То есть мы тут лишнего наговорили.

Павел Прасс. Нет, эта проблема была артикулирована точно во благо.

Лариса Селютин. Соглашусь, что во благо. Я считаю, что все должно развиваться: причем речь не только о дерегулировании, но и о саморегулировании. Правильно, что участники сами для себя устанавливают правила игры. И очень хорошо, что вы сейчас подняли вопрос об унификации. То есть вы уже сейчас готовитесь к тому, что некоторые спецдепы, которым управляющие компании поручат определенный функционал, в будущем сами будут исполнять эту функцию. Вы уже готовитесь к тому, чтобы не было разночтений. Потому что регулятор действительно может спросить: «А почему здесь считается так, а здесь иначе? Почему здесь такие результаты, а здесь другие?»

Оценка чистых активов — вопрос очень сложный: у всех свои модели, свои формулы. Наверное, в будущем мы научим машины делать это. Машинное обучение сейчас очень продвигается. Тогда все расчетные методики будут унифицированы в рамках одного машинного мозга. Но сейчас пока этим занимаются люди, поэтому появляется вариативность.

Павел Прасс. В общем, это правильное направление. Просто надо накапливать практику, уточнять ее и автоматизировать.

Илья Фомичев. Я, если позволите, добавлю ложку дегтя...

Алексей Тимофеев. Ну вот, а я уже придумывал, какими словами завершу панель. Ладно. Тогда я сейчас скажу свое слово, а ты свое. Я хотел сказать, что теперь мы знаем, какая отрасль рынка ценных бумаг является самой благодарной. Теперь — твоя ложка дегтя.

Фомичев Илья. Ну согласитесь, скучно просто. Клиентов хвалим, НАУФОР хвалим, регулятора хвалим.

У меня, скорее, не ложка дегтя, а предостережение. Есть ощущение, что мы зачастую очень увлекаемся поиском

справедливой цены. А ее в принципе не существует. Справедливая цена — это некая фикция, это всего лишь предположение о том, какова будет цена, исходя из тех моделей, которые мы применили. Справедливая цена — та, по которой получилось продать. Вот это справедливая цена.

В ряде случаев управляющая компания, переписав стандарт, дальше не знает, как применять эту модель. Когда доходит дело до реальной оценки, она говорит: «Ой, блин, да я вообще совсем не то имела в виду и хочу считать по-другому».

Но нужно понимать, что перенастройка учетной системы управляющей компании одновременно вызывает экспоненциальную нагрузку на спецдеп, потому что спецдеп должен реализовать все модели, которые имеются у управляющих компаний совокупно. Но мы же не альтруисты, мы деньги зарабатываем, соответственно эта нагрузка в итоге на кого ложится? На клиента, на пайщика.

Я перед конференцией открыл документ, который является основополагающим при расчете стоимости чистых активов, это концептуальная основа такого расчета. Позвольте зачитать? Там есть несколько важных пунктов. Итак, пункт UB-11: «В большинстве случаев образ идеальной финансовой информации, скоординированной с концептуальными основами, вряд ли будет достигнут в полном объеме».

Второй пункт, QC-35 (я не по порядку цитирую пункты, а концептуально). «Представление финансовой отчетности сопряжено с затратами, и важно, чтобы эти затраты оправдывались выгодами от предоставления данной информации». То есть, траты на поиск справедливой цены не должны превышать выгоду от результата такого поиска.

И, наверное, самый важный пункт. «Инстанции, предоставляющие фи-

нансовую информацию, затрачивают наибольшие усилия на сбор, обработку, проверку и распространение финансовой информации, однако в конечном итоге эти затраты несут пользователи в форме уменьшения отдачи от инвестиций».

Алексей Тимофеев. Я рад именно этими словами завершить нашу конференцию. Повторю свои слова о равном значении двух институтов — управляющей компании и специализированного депозитария. Может быть, сторонние наблюдатели недооценивают работу, которая ложится на специализированный депозитарий в деле защиты интересов инвесторов, в деле обслуживания управляющей компании. Но эта работа исключительно важна. И пусть этой работы будет больше, пусть она будет организована эффективно. Затем мы время от времени и собираемся, чтобы об этом поговорить.

Уважаемые коллеги, позвольте от вашего имени поблагодарить наших слушателей за их внимание, а от вашего имени поблагодарить моих спикеров за их выступления. Спасибо вам большое. ■

Поверх барьеров

В рамках конференции «Российский фондовый рынок 2021» в Москве 15 июля прошла онлайн-сессия «Вызовы регулирования»

Фотографии Павел Перов

Участники: Наталья Алымова (старший вице-президент - руководитель блока «Управление благосостоянием», председатель совета директоров НПФ Сбербанка); Роман Горюнов (президент Ассоциации «НП РТС»); Ирина Кривошеева (председатель правления, генеральный директор УК «Альфа-Капитал»); Владислав Кочетков (президент, председатель правления АО ФИНАМ); Игорь Марич (управляющий директор по продажам и развитию бизнеса, член правления ПАО Московская Биржа); Олег Михасенко (президент-председатель правления ФГ БКС); Тимур Турлов (основатель компании «Фридом Финанс», CEO Freedom Holding Corp.); Сергей Швецов (первый заместитель председателя Банка России).

Модератор: Алексей Тимофеев (президент НАУФОР).

Алексей Тимофеев. Уважаемые коллеги, дорогие друзья, рады приветствовать раз на очередном онлайн-мероприятии Национальной Ассоциации участников фондового рынка. Обычно панельное обсуждение является частью нашей очной конференции, на возвращение формата которой надеемся, но пока каждый раз откладываем, к большому сожалению. Тем не менее, сегодня мы проводим одну из тех сессий, на которых индустрия и регулятор из года в год сверяют часы. Для того чтобы быть на одной стороне, согласно оценивать происходящее на фондовом рынке, его проблемы и достижения, вместе решать, что делать дальше.

Сейчас я, с вашего позволения, расскажу о том, что думаем о фондовом рынке мы. НАУФОР подготовила доклад о текущем состоянии фондового рынка и основных направлениях его развития, таким образом сформировав представление о про-



исходящем на фондовом рынке и о том, что нужно сделать для его дальнейшего развития.

Некоторые обвиняют нас в пессимизме. Я думаю, что наш взгляд — трезвый, стремящийся не впадать в некоторую эйфорию, которая, как нам кажется, сегодня характерна для комментаторов происходящего на фондовом рынке. Эйфория возникает, главным образом, из-за роста интереса к этому рынку со стороны розничных инвесторов.

Рынок, к нашему сожалению, пока невелик, и по объему составляет около половины российского ВВП. Приходится признать, что российский фондовый рынок — один из тех рынков, которые так

и не восстановились после кризиса 2008 года. Если сравнить показатель глубины рынка в долларовом исчислении, то сегодняшняя капитализация российского фондового рынка составляет всего лишь 52% капитализации 2007 года, а оборот составляет всего лишь 40% оборота 2007 года.

До недавнего времени, до локализации рынка иностранных финансовых инструментов российскому фондовому рынку было характерно низкое разнообразие финансовых инструментов. На организованном рынке присутствует примерно 200 торгуемых акций (это число, скорее, постоянно уменьшалось, чем увеличивалось). Из них в течение 10 по-

следних лет торговалось лишь 150 акций, и лишь около 70 были относительно ликвидными. Этому рынку по-прежнему характерна высокая концентрация: 63% капитализации и 73% оборота приходится на десятку инструментов.

На рынке практически не происходят IPO. В 2020 году состоялось всего лишь два IPO общим объемом около 46 млрд рублей и пара SPO объемом 33 млрд рублей. К нашему сожалению, российский фондовый рынок пока (это является его главной проблемой) не выполняет одну из главных функций, для которых финансовый рынок предназначен, — финансирование социально-экономического развития страны. Он уже начал

выполнять другие свои функции, и это очень важно. Но основной функцией он, к нашему сожалению, не выполняет. Давайте поговорим, почему это так.

Главное достижение российского фондового рынка (я об этом уже упоминал) — рост интереса к нему со стороны розничных инвесторов. Около 13 млн брокерских счетов открыто на сегодняшний день, на них сосредоточены достаточно значительные средства. По статистике на конец 2020 года на брокерских счетах находилось 5 трлн рублей, около 1 трлн рублей — на счетах доверительного управления. К нашему сожалению, много нулевых счетов, всего лишь около 27% брокерских счетов являются зафондированными. Это позволяет говорить о том, что реальных инвесторов на фондовом рынке (если говорить о клиенте брокера) около 3–4 млн человек. Не так много, как хотелось бы.

Предпосылкой роста интереса розничных инвесторов к российскому фондовому рынку стала, как мы считаем, макроэкономическая стабильность. Спасибо Центральному банку за те усилия, которые он в этом направлении прилагал в течение многих-многих лет.

Во-вторых, и это очень важно, произошла локализация рынка иностранных финансовых инструментов. Как выяснилось, это было очень важно, поскольку локализация обеспечила нужное розничным инвесторам разнообразие финансовых инструментов. Наш анализ позволяет говорить о том, что рынок иностранных ценных бумаг в России, по существу, стал не бенефициаром интереса со стороны розничных инвесторов к фондовому рынку, а скорее драйвером и причиной такого интереса. Существенное (на тысячи единиц) увеличение количество финансовых инструментов, доступных розничным инвесторам, позволило добиться нужной им диверсификации портфелей, а также защиты от девальвации, которая

в российской экономике происходит с известной регулярностью.

Ну, и снижение ставок по депозитам. Мы часто говорили об этом. Но, как выясняется, снижение ставок по депозитам оказало не такое уж большое влияние на рост интереса розничных инвесторов к фондовому рынку. Мы видим, что приток средств граждан на депозиты не уменьшился, остался прежним, объем средств на депозитах не уменьшился, — во всяком случае, не уменьшился настолько, насколько увеличились их же инвестиции на рынке фондовом.

2021 год, вероятно, станет годом развития индустрии коллективных инвестиций, годом взрывного роста интереса к биржевым паевым инвестиционным фондам. В течение 2020 года количество пайщиков биржевых паевых инвестиционных фондов увеличилось с 70 тысяч до 1 млн 350 тысяч человек и еще примерно на 40% за один только квартал 2021 года (до 2 млн 180 тысяч человек). Этот год, безусловно, будет годом развития индустрии биржевых паевых инвестиционных фондов.

Но все-таки индустрия коллективных инвестиций пока незначительна и уступает по объемам накопленных средств индустрии брокерских услуг.

Результат наших общих усилий в течение этих многих лет налицо — это развитие российского фондового рынка, рост его глубины. Приведу статистику по совокупному рынку российских и иностранных инструментов: его оборот составляет около 36 трлн рублей, рост капитализации — 10% за первый квартал 2021 года. Инвестиции граждан диверсифицировались, я уже говорил об этом, получили защиту от негативного изменения курса рубля, на рынок пришли сбережения. Скорее всего, пришли средства, которые на финансовом рынке до того не обращались вовсе.

Вот какие выводы делает НАУФОР о происходящем на отечественном

фондовом рынке. Своим собеседникам я предложу согласиться с этим или не согласиться, равно как согласиться или не согласиться с моими оценками. Количество реальных инвесторов растет, но по-прежнему незначительно. Профсообществу ни в коем случае нельзя отказываться от тех мер, которые, вероятно, сыграли положительную роль для их активизации. Не отказываясь от предложенных правил игры, нам нужно предложить, может быть, более убедительные стимулы для обеспечения большей диверсификации и долгосрочности инвестиций граждан: здесь нужно поговорить об улучшении условий по ИИС 2 типа, создании ИИС 3 типа. Мы предлагаем также создать ИИС-О, ИИС образования: это еще один вид индивидуального инвестиционного счета, который бы позволил гражданам инвестировать в целях финансирования в последующем своего и своих детей образования.

Нужно идти дальше по пути обеспечения разнообразия финансового инструментария на отечественном фондовом рынке. Речь должна идти о допуске иностранных ETF, валютных инструментов. Гражданам нужно дать те инструменты, которые пользуются с их стороны спросом. Мы глубоко уверены в том, что запрет или ограничение на какую-то группу инструментов практически не оказывает положительного влияния на предпочтения в отношении других групп инструментов. Люди не будут покупать именно те инструменты, которые присутствуют на рынке просто потому, что не могут покупать другие инструменты.

Во главе угла должна стоять задача развития индустрии коллективных инвестиций как наиболее приспособленной для мелких инвесторов, численность которых на фондовом рынке растет. Коллективные инвестиции — наиболее диверсифицированный инструмент,

профессионально управляемый, он лучше других годится именно для такой группы инвесторов. Нужно подумать о создании ИИС ПИФ. Мы полагаем, что главным бенефициаром создания ИИС 3 типа будет именно индустрия коллективных инвестиций. Нужно убрать те препятствия, которые сегодня мешают брокерам предлагать открытые паевые инвестиционные фонды своим клиентам.

Надо привлекать иностранных инвесторов. Как ни парадоксально, качество российского фондового рынка, улучшаясь, делает его все более привлекательным, а возвращение на него иностранных инвесторов все более вероятным. Давайте вернемся к этой теме. Ни один финансовый рынок не может игнорировать те масштабные финансовые ресурсы, которые могут быть ему обеспечены со стороны иностранных инвесторов, за которые в мире идет борьба между различными финансовыми рынками (ставят ли они перед собой задачу быть финансовыми центрами, нет ли). Масштабное возвращение на российский рынок иностранных инвесторов является одной из задач, которую следует, на наш взгляд, ставить.

Нужно создавать открытую архитектуру. И здесь нужно вернуться к обсуждению темы маркетплейсов: верно ли их урегулировали, не следует ли позволить получить возможности создания маркетплейсов также и брокерам. На наш взгляд, именно брокеры лучше, чем другие институты, способны воспользоваться возможностями, которые сегодня дает законодательство об инвестиционных платформах.

Нужно вернуться к идее допуска неквалифицированных инвесторов к структурным продуктам, по крайней мере к простейшим из них. Это важно, потому что обеспечивает то самое, необходимое розничным инвесторам, разнообразие финансового инструментария,

которое является, может быть, наиболее важным условием их интереса к фондовому рынку. Здесь мы бы поддержали другую функцию индустрии, тоже чрезвычайно важную для сохранения в ней конкуренции, а именно финансовый инжиниринг, способность конкурировать друг с другом, предлагая различные структурные продукты, максимально кастомизированные для различных групп инвесторов.

Я не верю, что объемные IPO станут возможны прежде, чем мы добьемся роста объемов и глубины рынка — кратного роста, скорее всего. Так ли, нет ли — давайте об этом поговорим.

Хотел бы предложить слово Сергею Швецову. Все остальные, думаю, будут уже соглашаться или спорить не только со мной, но и с Сергеем.

Как Банк России видит драйверы развития российского фондового рынка? Согласен ли ты с прозвучавшей оценкой? Буду рад, если мои собеседники будут оптимистичнее, чем я.

Сергей Швецов. Алексей, спасибо. Меня всегда удивляло, что начинают с регулятора. Все-таки ответственность за развитие рынка несет сам рынок. И Банк России с 2013 года достаточно активно пытается от рынка услышать инициативы по развитию. Не частные коммерческие инициативы в рамках конкретной компании, а инициативы относительно общей конфигурации.

Потому что наша задача — создавать условия: вот вам финансовая стабильность, макроэкономическая стабильность, ценовая стабильность. Мы понимаем, условно говоря, процентную ставку, дальний конец кривой ОФЗ не двигается. То есть снижаем волатильность стоимости длинных денег, которая и является основой для инвестирования.

Поэтому я очень надеюсь, что все-таки мы когда-нибудь поменяем парадигму, и регулятор будет восприниматься не как указующий перст, а как

институт, создающий условия для того, чтобы рыночные силы вели рынок туда, куда, собственно, он и должен идти в капиталистической экономике.

Тем не менее, несколько ремарок. Банк России близок к тому, чтобы опубликовать «Основные направления развития финансового рынка», драфт для общественного обсуждения. Буквально в начале августа мы это сделаем, и я думаю, что дальше будет много «круглых столов», в том числе посвященных рынку капитала. Но очевидно, что рынок капитала за последние годы сделал большой шаг вперед. Для этого были и инфраструктурные причины, и конъюнктурные причины, и бизнес-причины.

Начну, наверное, с пессимизма. В отношении чего мы испытываем пессимизм. Мы предполагаем, что дигитализация и вовлечение в нее ритейла поменяет цепочку создания стоимости, потребует адаптации бизнес-моделей под новые реалии. И не все участники смогут это сделать по разным причинам: по ментальным, по недостатку финансирования. Уход старых бизнес-моделей (даже, может быть, целых функций) из цепочки создания стоимости — это повод для пессимизма в отношении капитала, который вложен в этих участников. Потому что, скорее всего, этот капитал не сможет оставаться конкурентоспособным.

Здесь недостаточно, наверное, коммерческой дискуссии, а нужно посмотреть более фундаментально. И Банк России это начал делать, запустив проект регулирования по видам деятельности: как в будущем мы видим правильную конфигурацию и лицензий, и совмещения деятельности, и посреднической роли рынка капитала, трансформирующего сбережения в инвестиции. В том числе и маркетплейс, о котором ты упомянул — это просто одна из частей глобальной трансформации бизнес-мо-

делей под влиянием новых технологий и реалий.

Второй повод для пессимизма уже более экзогенный: это в целом роль публичного финансирования, IPO. В мире слишком много денег, чтобы на IPO выходили лакомые кусочки. Институты прайвет эквити не заинтересованы сегодня выводить компании на IPO по очень простой причине: у них нет других проектов. Существовал конвейер, когда бизнес зарабатывал на каждой стадии: на венчурной стадии, потом на стадии прайвет эквити, потом на стадии вывода эмитента на IPO, а потом запускал конвейер снова. Но этот механизм сейчас не работает. Идей стало гораздо меньше, денег стало гораздо больше, и аппетита переворачивать страницу через продажу акций на IPO тоже стало гораздо меньше.

Особенно это касается развитых рынков: американских, европейских. В Азии пока не так. В России рынок более азиатский, чем американский, чем европейский. Поэтому я думаю, что потенциал для IPO здесь есть, но это явление все равно конечное. Благодаря различным событиям сейчас формируются диспропорции в количестве напечатанных денег, поэтому спрос на качественные IPO со стороны владельцев компаний неочевиден на будущее.

Если это так, то возникает большой и глобальный вопрос — как будет продолжать функционировать «народный капитализм»? «Народный капитализм» — это когда каждый может владеть акциями, получать дивиденды и зарабатывать на экономическом росте. Как этот формат будет выглядеть дальше? На фондовом рынке будут присутствовать какие-то голубые фишки (их будет немного), представляющие большие экосистемы, большие компании, а уже эти компании будут инвестировать дальше в качестве прайвет-эквити инвесторов. Вот эта цепочка — как

будут инвестиции доходить до венчура и так далее — под большим вопросом. Дискуссия об этом сегодня идет в Европе. Она, мне кажется, рациональна и в России: надо об этом содержательно поговорить, по крайней мере, задуматься и внести интеллектуальный вклад в общемировую дискуссию.

Что хотелось бы сказать еще. Алексей Тимофеев говорил о диверсификации и приводил пример иностранных акций как инструмента, который позволяет зарабатывать на фондовом рынке. В общем-то, нам без разницы, как человек входит на фондовый рынок — в плане того, есть у него диверсификация или нет ее. Важно, чтобы он зарабатывал. Это можно делать через облигации с очень высоким рейтингом, можно через диверсифицированный портфель различных инструментов. Но если мы хотим видеть российско-го инвестора на российском рынке на долгую перспективу, нужно выполнить две вещи. Во-первых, нужно, чтобы инвестор понимал, как работает рынок и какие инструменты на нем присутствуют. Во-вторых, нужно, чтобы у инвестора были доказательства того, что на среднесрочном периоде (пять+ лет) он действительно может на более-менее стандартных пассивных стратегиях зарабатывать больше, чем по депозиту. Больше даже, чем по госбумагам, я бы так сказал, потому что депозиты — это все-таки инструмент для сбережения, а не для инвестиций. Ну вот чтобы отечественный инвестор зарабатывал на стандартных стратегиях больше, чем на госбумагах.

Если окажется, что это правило выполняется достаточно стабильно, то есть люди зарабатывают, то возникнет самовоспроизводящийся эффект: мы получим увеличение объемов инвестиций граждан на фондовом рынке, получим приток на этот рынок институциональных инвесторов и так далее.

Сейчас инвестор-физлицо, при условии неправильного поведения на фондовом рынке, с большей вероятностью может потерять деньги, нежели заработать доходность выше, чем по госбумагам. Поэтому инвестору-физлицу необходимы знания, необходимы пассивные стратегии.

Что мы видим сегодня? Возможно, моя оценка пессимистична: мы видим период обучения правильной работе на фондовом рынке. Хорошо, если граждане не учатся на небольших суммах, постепенно. Хуже, если они перекладывают в инструменты фондового рынка свою «подушку безопасности». Почему Банк России настолько, наверное, агрессивно выступает против структурных инструментов? Потому что структурник в контексте диверсификации хорош, если он занимает небольшую часть портфеля и ликвиден. Но если инвестор покупает структурный продукт, который замораживает всю структуру риска на три года, покупает на все свои деньги — то, извините, как он будет управлять риском? А если структурник еще и неликвиден, то из него нельзя выйти. Это уже на капкан похоже.

Каждый инструмент сам по себе не плох и не хорош — важно, чтобы им правильно пользовались. Гвоздем можно построить дом, а можно человека распясть. Претензии-то не к гвоздю, а к способу его использования.

Поэтому для нас чрезвычайно важен проект инвестиционной грамотности. Мне кажется, что это проект не Центрального банка и Минфина, а проект всего рынка: проект и брокеров, и банков, которые хотя бы через кросс-продажи пригласить свою клиентскую базу на финансовый рынок. И для всех выгодно в плане устойчивого развития, чтобы человек понимал, что он делает. Банк России делает образовательные материалы, Московская биржа недавно запустила большой образовательный

проект, у многих брокеров тоже есть подобные проекты — это очень важно.

Тестирование — это вовсе не барьер, это некий чек-лист. Перед прыжком с парашютом вы должны проверить ключевые элементы: что все нормально привязано, сидит и сделано. Неправильно думать, что чекинг перед прыжком — барьер для парашютиста. Как раз наоборот, это спасательный круг. Поэтому мы должны вместе продвигать тестирование как некий чек-лист. Как возможность для инвестора, перед входом на фондовый рынок, проверить себя на предмет готовность своего оборудования, на готовность самого себя принимать те или иные риски.

Что еще нас немножко беспокоит? Беспокоит пропорция активных и пассивных стратегий. Диспропорционально низка доля пассивных стратегий, когда граждане либо отдают деньги в доверительное управление, либо пользуются ЕТФами, биржевыми фондами, которые не предполагают активного трейдинга.

Надеюсь, появится индустрия индексов, когда можно будет в качестве пассивной стратегии покупать не иностранные индексы, а что-то национальное, формируемое как микс национальных и международных бумаг. Это все будет сделано, я уверен: рынок к этому придет и без особого подталкивания.

Есть три столпа фондового рынка: этика, доходность и знания. Этика должна быть обеспечена со стороны финансовых посредников, знания — со стороны населения, а доходность — со стороны тех стратегий, которые будут присутствовать на финансовом рынке. Если удастся обеспечить эти три элемента, то все будет достаточно неплохо.

По поводу IPO. Наша перманентная претензия к рынку — что он не выполняет функционал по IPO. Присутствуют определенные барьеры, мы их сейчас снимаем, готовим пакет стимулов. Банк России выпустил для общественного

обсуждения соответствующий документ. Мы хотим убрать лимиты — 25% на расписки и 50% на иностранное размещение — чтобы не плодить офшорные варианты размещения в России российских же компаний через материнскую иностранную компанию.

В планах — дать на стадии пре-IPO больше типов привилегированных акций, многоголосых привилегированных акций или вообще безголосых привилегированных акций. Когда перед выходом на IPO фаундеры и прайвент эквити инвестор закрепляют некую систему взаимодействия, которая дальше живет уже в рамках публичной компании, не нарушая права миноритариев.

То есть регуляторные препятствия для IPO регулятор будет устранять. Но регулятор не может запустить сам конвейер IPO. Бизнес, который потом выходит на размещение, порождает индустрия прайвент эквити, индустрия венчура. Именно эта цепочка является сейчас фокусом нашего внимания.

Я вынужден признаться, что до 2020 года регулятор, в общем-то, концентрировался на публичных компаниях. Сейчас мы имеем возможность и, скажем так, осознанное понимание, что надо смотреть на венчурные компании, надо смотреть на прайвент эквити. Это вопрос в целом инвестиционного климата в Российской Федерации. Начиная от того, каким изображают предпринимателя в российских сериалах, которые смотрят российские граждане. Заканчивая тем, куда хотят пойти работать школьники: сколько из них хочет пойти работать чиновниками, сколько — наемными работниками в бизнес, а сколько хочет стать предпринимателями. Потому что, когда Америка проходила индустриализацию, то даже священники в церквях проповедовали бедному тогда еще американскому населению, насколько важен капиталист, насколько важен работодатель.

В этом плане переосмысление роли предпринимателя, поддержка предпринимателя находится сегодня в фокусе усилий и правительства, и Банка России как ответственного за инструменты. Мы все, что зависит от нас, дадим. Но сам финансовый рынок, конечно, должен этим научиться пользоваться. И он должен генерировать инновации, потому что чиновники не могут смотреть, скажем так, дальше своего носа. Это все-таки должен делать бизнес, если верить в гипотезу, что креативность соотносится с заработной платой и доходами.

Вот такая картина. Поэтому я считаю, что у нас неплохие шансы двигаться вперед. Есть отставание по образовательным историям, но если заглядывать на 5-6-10 лет, то я не верю в финансовое консультирование как массовое явление, но верю в финансовых помощников, которые должны быть на стороне инвестора. Их взаимодействие должно постепенно трансформироваться в формат M2M (машина с машиной), где и со стороны инвестора стоит робот, и со стороны индустрии тоже стоит робот. Человеку гораздо проще сделать робота, чем обучить его хитростям инвестиционной деятельности. Я думаю, что мы увидим не только машины без водителей, но и определенную замену машиной человека на финансовом рынке. Но до этого мы должны дойти, это сложный путь развития искусственного интеллекта. Пока искусственный интеллект не сильно помогает, но экономика развивается, рынок развивается, становится глобальным.

Я не верю, что мы можем долго оставаться локальной юрисдикцией. Глобализация рынка, хотим мы или нет, взрывает границы. Ваш любимый проект по торговле иностранными акциями на российском рынке — это просто звоночек большой истории, совершенно другой и очень масштабной истории. Когда размывание границ финансовыми



сервисами будет носить объективный характер, когда регулятор не сможет радикально влиять на это размывание. Возьмите криптовалюты, другие финансовые пирамиды, построенные на новых технологиях. Может быть, регуляторы и хотели бы что-то с этим сделать, да не очень получается. Это все звоночки будущего, когда финансовый рынок будет единым.

Отечественным финансовым компаниям, участвующим в посредническом бизнесе, нужно быть конкурентоспособными, нужно быть сильными, инновационными. А задача регулятора — создавать для них условия, в том числе такую регуляторную среду, которая

будет позволять инновациям быстро внедряться и быстро работать. Спасибо. **Алексей Тимофеев.** Сергей, спасибо большое. У меня есть два вопроса, на которые хотелось бы ответов поконкретнее. Оба они не совсем относятся к юрисдикции Центрального банка. Я знаю, отношение регулятора к тому и другому вопросу положительное, но без вашей поддержки процедуры их согласования с другими органами (Минфин и Росфинмониторинг) не обойтись. Думаю, в нашей среде достигнут консенсус относительно того, что условием дальнейшего развития финансового рынка являются индивидуальные инвестиционные счета. Не ухудшать здесь

правила игры очень важно, на наш взгляд. Сейчас мы увидели, что единственный работающий инструмент — ИИС-1 типа. Если отказаться от него или ограничить налоговые льготы для иностранных ценных бумаг (а мы говорили о том, какую роль играет локальный рынок иностранных ценных бумаг для развития фондового рынка), то это может ударить по наиболее успешному из регулятивных решений, принятых в стране. То же касается перспектив ИИС 3 типа.

Вторая тема — идентификация. Довольно продвинутые, но тяжелые процедуры идентификации более или менее работают внутри страны, но демонстри-

руют свое несостоятельность, когда мы обращаемся к иностранным инвесторам. Но если мы будем упрощать процедуру для иностранных инвесторов, то, вероятно, следует поговорить и об упрощении процедуры идентификации для российских инвесторов. Кросс-идентификация и другие решения могут оказать очень сильное влияние на обеспечение конкуренции, открытой архитектуры рынка. Есть формы конкуренции, которые сегодня затруднены из-за отсутствия возможности кросс-идентификации.

Можно ли прокомментировать эти два вопроса?

Сергей Швецов. Начну, наверное, со второго. Жизнь ставит задачи, которые надо решать. Вот, условно говоря, кто сегодня не в «цифре», того завтра просто нет. (Эту фразу дружно сказали все участники какого-то очередного «круглого стола»). Примерно так и с идентификацией. Если мы не научимся делать дистанционную идентификацию конкурентоспособно по отношению к иностранным провайдерам, то нас нет. Поэтому этот вопрос мы просто обязаны решить. Я не технолог, у меня нет готовых рецептов, но в стране достаточно профессиональных людей, в том числе в Минцифры, в ФСБ, в Центральном банке, которые этим занимаются. Я верю, что мы этот вопрос решим.

Второй вопрос, по поводу ИИС. Это очень сложный и очень болезненный вопрос. Мы живем в условиях определенных финансовых ограничений федерального бюджета, нельзя сказать, что у бюджета полно денег для расширения льгот по НДФЛ. Особенно учитывая, что НДФЛ — это деньги регионов, а регионов-доноров не так много. Объективные бюджетные ограничения существуют.

Банк России традиционно сомневается, что российские граждане покупают иностранные ценные бумаги именно потому, что бюджет дает налоговую льготу (на входе или на выходе, неважно). Они

покупают иностранные бумаги не из-за льготы. Поэтому Банк России вместе с Минфином обещали рынку, что в отношении 6 млн ИИС затраты бюджета возможны — для привлечения людей на фондовый рынок. Граждане никогда туда не инвестировали, но из-за налоговой льготы пойдут в инвестиции. Я не уверен, что у Минфина есть возможность продлевать проект ИИС-1 бесконечно. И я не уверен, что у Минфина есть возможность бесконечно закрывать глаза на то, какие именно ценные бумаги приобретаются за счет частично бюджета Российской Федерации.

Поэтому я больше верю в модель ИИС-3, которая порождает долгосрочные инвестиции и позволяет человеку, не разрывая свой портфель на иностранные и локальные бумаги, тем не менее получать льготы по российским бумагам, но при этом беспрепятственно инвестировать в иностранные ценные бумаги. Кроме того, ИИС-3 более долгосрочный.

Еще бы надо подумать, как через ИИС больше стимулировать ДУ. Потому что существует диспропорция: по количеству и участников, и денег в доверительном управлении находится не более трети (даже меньше) средств, заведенных на ИИС. Пассивные стратегии и передача гражданами средств профессиональным управляющим могут заработать больше, чем тупое следование индексу фондового рынка.

Я думаю, что дискуссия вокруг ИИСов будет идти примерно до конца года. Спасибо.

Алексей Тимофеев. Спасибо. Существует соответствующий доклад НАУФОР, есть более конкретные предложения рынка, они находятся в тесной связи друг с другом. Мы очень рассчитываем на то, что это уже изучается в Центральном банке и будет учтено в разработке основных направлений развития финансового рынка.

Хотел бы предоставить слово Наталье Алымовой, и будет кстати, если она даст оценку происходящему в индустрии коллективных инвестиций.

Наталья Алымова. Коллеги, всех приветствую!

Во-первых, хотела бы подискутировать на тему того, что ставки по вкладам не явились одной из причин прихода массового инвестора на фондовый рынок. Конечно, явились. На эту тему проведена масса исследований: примерно 3,5% годовых по депозиту — это тот порог, после которого люди начинают смотреть на альтернативы. И, как вы помните, ставки по вкладам в российских банках побывали на этой отметке, хоть потом и отскочили обратно. Тем не менее, процесс этот необратимо идет.

Привело ли это к «канныализации» вкладов инвестициями? Наверное, в меньшей степени, чем ожидалось, но, тем не менее, пропорция между вкладами и инвестиционными инструментами меняется. В 2020 году это было соотношение 81/19, в 2021 году мы прогнозируем 78/22. Но мы должны понимать, что Сбербанк (как организация, у которой 45% рынка и огромная аудитория клиентов, для которых вклад — единственный подходящий продукт) тянет эту пропорцию вниз. В Сбербанке пропорция не такая, как в других организациях. Сберегательная модель поведения граждан, которая господствовала в конце 2019–2020 году, стимулировала приток на вклады, она полностью компенсировала то, что потенциально могло быть каннибализировано инвестициями.

Хотела бы сообщить пару цифр, характеризующих состояние индустрии коллективных инвестиций, как она выглядит в Сбербанке. У нас в 2020 и в 2021 годах произошло существенное ускорение продаж как ОПИФов, так и БПИФов. Для понимания: сейчас в месяце порядка 30 тысяч клиентов открывают ОПИФы и еще 30 тысяч клиентов по-

купают БПИФы. Средний чек по пассивным индексным фондам уменьшился примерно в 10 раз: с 600 тысяч рублей до 60. В результате того, что мы активно продвигаем этот формат в цифровых каналах. Средний чек снижался и по ОПИФам, он сейчас составляет порядка 400 тысяч рублей. И мы это приветствуем. Мы сознательно снижали порог входа, демократизировали эту историю, это правильно для начинающих инвесторов.

Ну и, конечно, мы считаем, что для людей, которые нацелены на получение прибыли, входным билетом на рынок являются индексные продукты, продукты пассивного инвестирования. Наверное, будем идти к тому, чтобы предлагать физлицам этот инвестиционный продукт как единственный (с агрессивными в том числе индексами).

Мы, конечно, поддерживаем допуск ETF на отечественный рынок. Все, что хорошо для инвестора, хорошо и для индустрии в целом. Мы очень надеемся, что Центральный банк доведет эту работу до конца в обещанные сроки. И не думаем, что отечественная индустрия биржевых фондов существенно пострадает. Наоборот, это будет дополнительным стимулом для снижения комиссий.

Я с Сергеем Анатольевичем подискутировала бы по поводу перспектив финансовых советников в течение 5–6 лет. Наоборот, мне кажется, что развитие этой индустрии — следующий шаг в процессе изменения той цепочки ценностей, о которой вы говорите. Посреднические комиссии однозначно будут снижаться, как это происходит во всем мире, в пользу увеличения заработка на финансовом консультировании. Расширение линейки инструментов, возможность компоновать российские и зарубежные инструменты плюс конкурентные комиссии — следующий этап развития индустрии коллективного инвестирования. Мы однозначно пойдем именно в этом направлении.

Теперь по поводу патернализма. Конечно, нам всем очень не хочется, чтобы регулятор выступал железной няней, как в «Смешариках», вводил запреты, как случилось в отношении структурных продуктов. Но когда для определенных групп клиентов аллокация в структурные продукты составляет до 60% — нельзя это назвать здоровым. Безусловно, эти продукты имеют право на жизнь. Но 10–15% структурных продуктов — это максимум того, что будет аллокировать в своем портфеле даже продвинутый инвестор. Наверное, именно к этой пропорции нужно стремиться.

Сбербанк в своей физической сети структурные продукты массовому инвестору не предлагает: нам не хотелось бы, чтобы там провоцировался мисселинг. Эту практику мы будем сохранять.

Но, конечно, рынок все-таки должен двигаться в сторону релевантности предложения инвестиционному риск-профилю, в сторону изменения системы мотивации (от комиссионного вознаграждения в сторону управления клиентским портфелем). Мы однозначно будем перестраивать нашу систему именно в этом ключе. Надеюсь, уже с начала следующего года у нас полностью поменяется система мотивации.

По поводу финграмотности тоже скажу. Абсолютно поддерживаю Сергея Анатольевича в плане полного раскрытия информации, паспортизации для релевантного сравнения. Сейчас уже даже в канале Сбербанк-онлайн можно посмотреть в сравнимом формате информацию с раскрытием всех комиссий, сценарный анализ по всем инвестиционным продуктам, чтобы клиент мог сделать осознанный выбор. Мы очень рассчитываем, что осенью у Сбербанка появится платформа финансовой грамотности. Целимся в миллионы наших пользователей, будем маршрутизировать их из цифровых каналов, все материалы

соберем воедино, чтобы клиенты обучались.

Теперь хочу сказать последнее, и сразу отдаю эфир. В апреле мы запустили пенсионную витрину, там человек может посмотреть размер своей будущей страховой пенсии. Какую задачу мы этим решали? Конечно, Сбербанк коммерческая организация, мы хотим продавать негосударственную пенсию как добавление к государственной страховой пенсии. Мы хотели, чтобы люди читали, смотрели, понимали, как у них формируется пенсия, из чего она состоит, какого размера будет. За три месяца туда зашло 5 млн человек. В общем, есть запрос, это очевидно, люди готовы. История распределенного доверия, социализация этого бизнеса — основной тренд для массового инвестора на мировом рынке. Наш рынок это тоже ожидает, к этому надо подготовиться.

Я закончила, коллеги, спасибо. Спасибо, Алексей.

Алексей Тимофеев. Наташа, спасибо. У меня почти нет уточняющих вопросов, но, тем не менее, хотел бы спросить. Нужно ли сделать для развития индустрии коллективных инвестиций что-то еще, кроме того, что уже делается? Или сделанного достаточно, можно просто положиться на естественный ход вещей, и эта индустрия будет бурно развиваться?

Наталья Альмова. Мы с Ириной Кривошеевой мысленно ликуем, когда Сергей Анатольевич рассказывает про диспропорцию брокерского бизнеса и индустрии коллективных инвестиций. Мы не можем не выразить свою признательность этой позиции. Сейчас планируется большой трек регуляторных изменений, хочется, чтобы он был доведен до завершения. Чтобы все, о чем мы разговаривали, было внедрено. Нам кажется, что это как минимум выравнивает позиции брокеров и индустрии коллективных инвестиций. Потому

что брокеру проще, там другие каноны жанра.

Но индустрия тоже должна сама себе помочь: в плане и размера комиссий, и подробности продаваемого инструмента, и развития индексов. У Сбербанка есть индексная платформа, мы ее продолжим развивать. Будем предлагать массовым инвесторам индексы, заточенные под риск-профиль. Думаю, что сообществу предстоит дискуссия и по индексной индустрии. В общем, будем возвращать пробившиеся ростки вместе. Спасибо. **Алексей Тимофеев.** Наташа, спасибо.

У меня вызывает отчаяние, что мы пока не придумали механизм (может быть, межведомственный), который думал бы о развитии финансового рынка. **Наталья Алымова.** Алексей, извини, что перебила, раз уж такая у меня оказия. Мне еще кажется, коллеги и Сергей Анатольевич, что было бы очень полезно озадачиться кросс-индустриальной отчетностью. Потому что у страховщиков — одна история, у брокеров — другая история, у управляющих компаний — третья история. Нет ни одного консолидированного места, где можно посмотреть, как перетекают средства граждан между разными видами лицензионной деятельности и разными продуктами. Мне кажется, что можно было бы сделать рабочую группу на эту тему, регулярно готовить доклад от лица регулятора, вообще объединить усилия на этом направлении.

Сергей Швецов. Давайте сделаем. Мы запустили сейчас ситуационный центр, НАУФОР этот проект отказался делать по определенным причинам. Мы будем видеть все, что происходит на фондовом рынке. Но если добавить данные по другим сегментам рынка, то картинка будет более цельная. Спасибо за предложение. Создадим такую группу.

Алексей Тимофеев. А я поясню, почему НАУФОР отказался. Если бы мы согласились заняться ситуационным центром,

то имели возможность заниматься только этим. наших ресурсов бы не хватило ни на что иное, мы бы забыли о саморегулировании. А я не могу позволить забыть о саморегулировании, у меня есть немало чего про саморегулирование сделать еще.

Но мы поддержим любого, кто возьмется за этот проект, со всей энергией, которая у нас есть.

Следующим выступающим будет Роман Горюнов. От него, а следом за ним от Игоря Марича я жду концептуального взгляда. Не могу позволить им уйти в совсем специальные-специальные отраслевые темы. Очень рассчитываю, что они поддержат мои рассуждения концептуального характера, обо всем рынке, о наиболее важном из происходящего на нем. Роман.

Роман Горюнов. Спасибо, Алексей. Приятно вновь оказаться в формате творческой дискуссии, это крайне полезно.

Для начала соглашусь с Сергеем Анатольевичем в части утверждения о размывающихся границах и констатации того факта, что финансовый рынок все больше и больше становится трансграничным. В связи с этим усилилась гордость за то, что мы сделали в последний год. Мне тут рассказывали, как работают азиатские брокеры, как они предлагают клиентам торговать международными бумагами. Это, честно говоря, какой-то позавчерашний день. Они знают, что можно торговать локальными бумагами через брокера, а если клиент хочет международную бумагу, то он посылает заявку, ждет, когда откроется основной рынок и получает/не получает исполнение через несколько часов. Возможно, ночью. И это, в общем, их устраивает. Когда рассказываешь, что в 7 часов утра мск на нашей площадке есть ликвидность по международным акциям, они даже не могут представить, что так может быть. Живут в другой инфра-

структурной парадигме. Что можно клиенту за несколько минут открыть счет и дать возможность торговать огромным количеством инструментов — для них это другое космическое пространство.

Российская фондовая индустрия за последние несколько лет сделала колоссальный шаг вперед в контексте построения продукта — доступного, удобного, красивого и диверсифицированного для российских клиентов. Мы можем реально этим гордиться. И это открывает огромные возможности.

Первая возможность (о ней сказал Сергей Анатольевич): можно сделать в России трансграничную инфраструктуру, создать международным клиентам возможность торговать здесь. Для этого нужно сделать две вещи: во-первых, идентификацию (про которую сказал Алексей Тимофеев), и во-вторых, отменить налоги для нерезидентов, когда они торгуют международными активами на российской инфраструктуре. Этот налог создает для нерезидентов такой дополнительный кост, что все остальные преимущества российской площадки теряются. Мы при наличии этого налога никакой серьезный поток не получим. Давайте его уберем и тогда получим большой поток сделок. Бюджет дополнительно заработает со всей инфраструктуры: с бирж, с брокеров, от того, что вырастет общая ликвидность российского рынка. Сейчас он этих денег все равно не получает, никто из-за этого налога не приходит в Россию торговать международными активами.

Мне кажется, после этого наша инфраструктура реально станет трансграничной. Давайте используем те преимущества, которые сейчас созданы, для того чтобы существенным образом нарастить нашу индустрию.

Про локальных инвесторов: здесь соглашусь с Алексеем Тимофеевым. Несмотря на то, что физлица открыли много счетов, проникновение инвесто-

ров, сравнительно с общей численностью населения страны, остается мизерным. Не нужно считать, что миссия по привлечению инвесторов на фондовый рынок уже выполнена, и теперь можно успокоиться.

Наша задача — вырасти на порядок, а может, больше, чем на порядок. Для этого недостаточно просто открывать счета. Нужно, чтобы те, кто открывает счета, стали реально торговать. Здесь Сергей Анатольевич абсолютно прав: люди должны понять, что на фондовом рынке они могут зарабатывать. Нужно создавать им условия, расширять линейку продуктов, в том числе ЕТФов. Опыт иностранных рынков показывает, что индустрия в целом от этого выигрывает. Вырастет общий объем рынка, вырастет индустрия БПИФов, на рынке появится новая ликвидность. Не нужно этого бояться.

Есть один аспект, который важен, если мы думаем про долгосрочный тренд и про выход на рынок ритейловых инвесторов: на мой взгляд, поменялась психология инвесторов. Появился своего рода социальный трейдинг: люди покупают бумаги, потому что, условно говоря, за эти компании голосуют своими деньгами. Они покупают компании, потому что хотят поддержать их развитие. Реально происходит социализация трейдинга. Помимо того, что ритейл-инвесторы стали уже сами по себе представлять определенную силу, выясняется, что они еще и начинают формировать тренды. Они покупают какие-то компании даже не столько потому, что на них хотят заработать, а инвестируют в бизнес, который им нравится. Это меняет фундаментальные основы ценообразования на рынке, происходят перекосы, мультипликаторы по некоторым компаниями зашкаливают.

Теперь про российские IPO. Я верю, что они должны появиться. Но все-таки думаю, что стратегически то, что сказал

Сергей Анатольевич, для российского рынка не очень применимо. Насколько я понял, речь идет о крупнейших IT-компаниях, которые генерируют огромный кэш, не имеют существенных капитальных затрат и дальше начинают работать как условные фонды, скупая стартапы или молодые компании.

Все-таки в России, на мой взгляд, ситуация чуть-чуть другая, потенциал выхода на рынок размещений есть. Но чтобы воспользоваться этим потенциалом, нужно кое-что сделать. Мы, с одной стороны, пытаемся бороться за качество эмитентов и всячески вычищаем с организованный рынок неправильных эмитентов, а с другой стороны, говорим, что эмитентов надо привлекать. Надо это противоречие внутри себя разрешить.

На мой взгляд, оно разрешается следующим образом: государство должно из бюджета единообразно просубсидировать для эмитента выход на рынок. После этого надо разрешить пенсионным фондам, всем остальным частным инвесторам покупать акции компании на IPO. Потому что невозможно одновременно запрещать инвесторам покупать бумаги на размещении и говорить, что мы хотим иметь размещения. Это взаимоисключающая мысль.

И третье: важны институциональные инвесторы. На мой взгляд, наличие институциональных инвесторов в том ландшафте, который сейчас сложился на рынке, крайне важно для того, чтобы обеспечивать рациональное ценообразование. Очень сложно иметь абсолютно ритейловый рынок, его волатильность будет зашкаливать. Нужно, чтобы российские институциональные инвесторы, в первую очередь пенсионные фонды, поддерживали российский рынок акций. Надо дать им возможность покупать бумаги при размещении, вообще увеличивать портфели своих инвестиций в акции.

На этом закончу.

Алексей Тимофеев. Роман, спасибо большое. Сергей говорил о том, что главной причиной отсутствия IPO является, скорее, инвестиционный климат.

В какой степени активизация процесса IPO зависит от усилий, имеющих непосредственное отношение к фондовому рынку? Я абсолютно согласен с тем, что возможности НПФов участвовать в IPO ограничены, ПИФы реально не могут участвовать в IPO. В последнее время регулятор выражает обеспокоенность тем, что в IPO участвуют розничные инвесторы. Надо наконец-то решить, на самом ли деле нам нужны IPO или нет.

Но, тем не менее, есть ли какие-то основания рассчитывать на IPO? Или общий инвестиционный климат, являясь главным препятствием, не даст нам право на них рассчитывать?

Роман Горюнов. Мне кажется, что сейчас есть достаточное количество эмитентов, которые могут выйти на рынок, особенно сравнительно с тем, что сейчас на рынке обращаются акции примерно 200 с небольшим российских компаний. Думаю, что даже в нашем деловом климате увеличить количество торгуемых на российском рынке эмитентов можно, по крайней мере, раза в два. И потребность в этом есть, и емкость рынка начала приближаться к той, при которой можно проводить нормальные размещения. Просто надо обеспечить такую структуру, при которой эти IPO были бы успешны.

Алексей Тимофеев. Спасибо. Теперь даю возможность рассуждать на этот счет самому компетентному из нас. Игорь? **Игорь Марич.** Спасибо, Алексей, за такую подводку. Но я начнут как раз с твоего выступления. По-видимому, будучи олицетворением той эйфории во взгляде на фондовый рынок, с которой ты в самом начале решил бороться.

Мы пытаемся говорить о том, что на российском рынке не проходят IPO, что рынок не выполняет свои основ-

ные функции, что в сравнении с 1913 годом вообще все плохо. Мне кажется, это все же не совсем так. Допустим, капитализация отечественного фондового рынка составляет 50% к ВВП. Это хорошо или плохо? Вроде бы хотелось бы, чтобы было 100 и больше, как в некоторых других странах. Но, с другой стороны, в Германии, в Испании этот показатель — порядка 50–60%, в ряде развивающихся (и вполне неплохо развивающихся) стран — 30 и меньше. В принципе, вопрос не в цифре, а в том, чего мы все вместе достигли за последнее время. И кажется, что достигли довольно много.

Мы говорим, что нет IPO, но сейчас это не совсем так. Если бы мы об этом говорили два года назад, то все дружно и с печальными лицами согласились бы. Но в прошлом году прошло 7 IPO и SPO; еще 7 компаний перешли из зарубежного листинга в листинг на Мосбирже. В этом году за полгода — 7 IPO и SPO. Буквально только что прошло IPO Европейского медицинского центра, крупнейшего частного медцентра в Восточной Европе. Оно довольно успешно и в плане денег, которые подняли, и в плане участия российских розничных инвесторов.

И мне кажется, что те сотни миллиардов рублей, которые российские компании привлекают именно на публичном долговом рынке через IPO и SPO — это очень неплохая динамика по сравнению с тем, что было. Понятно, мы хотим, чтобы было, как в Китае или как в Америке. Наверное, это тоже может произойти, но не сразу. И в этом направлении нужно бы нам вместе еще много чего сделать. Об этом я тоже постараюсь сказать. Но, повторюсь, мне кажется, что уже мы находимся на достаточно хорошем уровне как раз в результате всех предыдущих усилий.

Эти предыдущие усилия уже позволили российскому рынку стать довольно

глобальным. Мы говорим о том, вернутся ли иностранные инвесторы... но они и не уходили никуда. Если посмотреть на доли их участия в рынке облигаций, в рынке акций, тем более если посмотреть на их доли в объемах торгов на основных рынках — то они либо близки к максимуму, либо даже периодически находятся на максимуме. Это очень серьезные, практически ведущие клиентские группы, которые торгуют за рубежом. Они торгуют и у нас благодаря тому, что мы сумели построить ликвидные рынки и дать технологии доступа, которые позволяют эффективно работать.

Отражением этого положения является тот факт, что центр ценообразования на российские инструменты вернулся в Россию, хотя еще лет 10 назад это было совсем неочевидно. Я говорю про соотношение в первую очередь объемов торгов акциями с двойным листингом: в Москве и Лондоне. Сейчас объем московских торгов — больше 80%. Недавно на Питерском экономическом форуме западные инвестбанкиры говорили, что вообще не понимают, какие могут быть резоны для того, чтобы российские компании привлекали капитал на западных площадках. Они считают, что западные инвесторы вполне могут прийти сюда, принести капитал на российские биржи.

Еще много чего можно сделать, но, тем не менее, мы уже достаточно глобальная площадка. А я еще не сказал о даже более важном тренде, потому что мы почему-то говорим только про рынок акций.

На самом деле рынок облигаций — не менее важен для финансирования роста экономики. Российские компании за год с небольшим привлекли через рынок облигаций 5 трлн рублей; это довольно солидная цифра. Соотношение объемов облигаций к объемам кредитов было 19%, стало 30% — это больше, чем не только в развивающихся странах, но и

в большинстве развитых. Этот уровень тоже достаточно высок.

Это все, на мой взгляд, стало возможным именно благодаря приходу розничных инвесторов. Можно говорить о том, что 20 млн счетов (из них 13 млн уникальных) — это не по-настоящему, что фондируемых счетов гораздо меньше. Но, тем не менее, 4–5 миллионов активных клиентов — это даже в отношении к общему числу клиентов в 2 раза больше, чем пять лет назад. Это число, даже по сравнению с другими развивающимися рынками, достаточно значимо. Это реально та сила, которая привлекает на российский рынок и эмитентов, и иностранных участников.

До конца текущего года на IPO, SPO могут выйти еще порядка 10 компаний. Основным драйвером для них является возможность получить в качестве инвесторов розничных клиентов. Здесь тоже очень много сделано, и это не вопрос иностранных ценных бумаг. Тренд начал формироваться и получил большое развитие еще задолго до расцвета торговли иностранными ценными бумагами в России. Это результат усилий всей индустрии в процессе создания хороших продуктов и качественных цифровых каналов продвижения этих продуктов розничным клиентам. Это результат того, что крупные ритейловые банки начали по-другому смотреть на эти продукты, на этот бизнес. Ну и, конечно, это изменение ставок.

Приход на фондовый рынок розничных клиентов, а главное увеличение объема денег, которые они приносят на рынок, — это уже довольно устойчивый тренд. Повторюсь, ведущие брокеры действительно очень много сделали для того, чтобы этот тренд сформировался.

Теперь необходимо задуматься о том, как мы будем управлять ожиданиями инвесторов.

На мой взгляд, управление ожиданиями должно происходить в двух

основных аспектах. Во-первых, это раскрытие информации о том, с какими рисками они на рынке сталкиваются, какие инструменты какие риски несут. Во-вторых, это формирование ожиданий через образование, через повышение финансовой/инвестиционной грамотности. Это очень важно. И меня очень радует, что брокеры в общении с клиентами уделяют большое внимание образовательному контенту.

Московская биржа, со своей стороны, тоже пытается внести свою лепту: мы сделали базовый инвестиционный курс. Не в том смысле, что хотим обучить всех инвесторов, мы здесь себя скорее видим своего рода подносчиками снарядов для участников рынка. Хотим помочь им тратить меньше ресурсов и усилий на образование клиентов. Торговля иностранными акциями оказалась очень хорошим драйвером для привлечения клиентов на рынок, это глобальный тренд, не только российская история абсолютно. Но проблема в том, что здесь инвесторы сталкиваются с довольно большими рисками, не будучи к этому готовы. И мы видим по структуре торгов и по волатильности этих инструментов, что риски действительно реализуются, создавая возможные последующие риски того, что инвесторы могут разочароваться в рынке ценных бумаг.

Институциональные инвесторы. Безусловно, это очень важная история, необходимо дальше их развивать и снимать барьеры, о которых здесь говорили.

Мы очень рады тому, что переживают колоссальный расцвет БПИФы. Либерализация доступа иностранных ЕТГов создает дополнительную конкуренцию, будет содействовать снижению издержек и расширению инструментов. Это хорошо. При этом важно помочь нашей индустрии быть в этой конкуренции на равных, потому что конкуренция должна быть справедливой.

Еще одна довольно важная история — тренд на торгуемость инструментов, которые раньше традиционно казались неторгуемыми. Это касается и цифровых финансовых активов (пока это только перспектива, но она открывает довольно интересные возможности для нас всех). Касается и торговли частями ценных бумаг, о чем мы тоже периодически говорим. Здесь тоже имеются довольно большие перспективы, которые общими усилиями могут быть реализованы.

Сейчас очень много сделано в плане упрощения доступа физлиц на финансовый рынок. Уровень брокерских приложений и вообще инструментов дистрибуции финансовых продуктов среди розничных клиентов сейчас очень высок. Но, тем не менее, возможности дальнейшего развития имеются и здесь.

Спасибо большое.

Алексей Тимофеев. Игорь, спасибо большое. Но между нами нет спора, просто я говорил о том, что мы находимся в начале пути. Хотя сделано много, но этого недостаточно. Я тоже хотел бы оптимизма. Может быть, моя некоторая осторожность продиктована беспокойством по поводу регулятивных решений, по поводу самоуспокоенности. Я боюсь самоуспокоенности.

Вот мы договорились, что надо очень быстро реализовать несколько сильных решений. А я очень боюсь, что ИИС 2 типа, ИИС 3 типа где-то буксуют. Я сильно рассчитывал, что и тот, и другой инвестсчет можно будет открывать, начиная со следующего года. И, может быть, появятся новые инструменты: скажем, ИИС-ПИФ. Как бы нам придумать более эффективные механизмы реформирования законодательства, межведомственного согласования! Которые бы позволяли проснуться 1 января сразу с новыми условиями во многих частях, которые взаимосвязаны между собой. Мы иногда теряем взаимосвязь наших

усилий, работая над каждой мерой по отдельности...

Игорь Марич. Откликаясь именно на то, что ты говоришь. Я как раз пытался сформулировать такую мысль: не факт, что для дальнейшего развития рынка нужен тотальный допинг. Мне кажется, сейчас будет более результативным решение точечных вопросов, причем очень точное, хирургическое. Надо решать проблему, с одной стороны, более массового доступа компаний на публичный рынок. А с другой стороны, чтобы инвесторы (и розничные инвесторы, которые активно участвуют в этой истории, и институциональные инвесторы) все же меньше рисковали обжечься здесь. Этот баланс надо аккуратно найти.

С другой стороны, новые инструменты. На мой взгляд, рынок в любом случае будет создавать новые инструменты. Приход компаний на публичный рынок уже создает возможности для того, чтобы появлялись новые типы индексов. А значит, новые продукты, основанные на этих индексах, и так далее. Локализация торговли глобальными инструментами (кстати, не только акциями) тоже позволяет двигаться в направлении развития индексов и других продуктов.

Налогообложение — тоже очень важная история. Надеюсь, будет-таки решена проблема налогообложения иностранных клиентов из разных юрисдикций и подобные проблемы.

Вот такие точечные, очень акцентированные усилия, мне кажется, помогут продвинуться вполне динамично.

Алексей Тимофеев. Игорь, спасибо. Чтобы не давать повода другим это комментировать, я не соглашусь с одним из твоих утверждений. Думаю, ты недооцениваешь роль рынка иностранных ценных бумаг. Я, кстати, рад, что Московская биржа поддержала проект локализации рынка иностранных финансовых инструментов. И глубоко уверен, что если бы этого рынка не было, то мы не



досчитались больших объемов денег на рынке отечественных финансовых инструментов. Дело не в том, что они бы ушли за границу в поиске иностранных финансовых инструментов, а в том, что они бы не пришли на финансовый рынок в принципе. Это новые деньги, их не было на рынке. В этом смысле мы выполнили очень большую (неожиданно для самих себя) задачу — мобилизацию омертвленного прежде капитала.

Но со всем остальным, Игорь, я согласен. Спасибо. Кое-что из того, что я называл «большими изменениями», ты называл «точечными». Какая разница. Я согласен с тем, о чем говорил ты. А ты, видимо, согласен с тем, о чем говорил я.

Ирина Кривошеева, Ира, можешь ли ты поддержать разговор обо всем здесь сказанном, в частности, об индустрии коллективных инвестиций? Буду тебе очень признателен за твое мнение.
Ирина Кривошеева. Спасибо большое. Добрый день всем! Я позволю себе немного повториться, но еще раз проговорю моменты, которые нам кажутся основными в плане развития именно индустрии коллективных инвестиций.

Конечно, как ни анализируй те или иные показатели, все равно соотношение индустрии коллективных инвестиций и брокерской индустрии в России пока 1:5 в пользу брокерского бизнеса. При том, что для международного рынка (неваж-

но — развитые, развивающиеся страны) этот показатель ближе к 1:1.

Компания «Альфа-Капитал» проводила, совместно с «РОМИР», исследования на очень больших выборках, участвовало много тысяч клиентов. Мы задавали вопросы по поводу потребностей самих клиентов. Хотят ли они самостоятельно торговать — или готовы передать средства профессионалам? Все эти исследования показывают, что, если исходить именно из потребностей самих клиентов, то пропорция та же самая, 1:1. Значит, есть какой-то перекося, который сложился искусственно на протяжении последних лет под воздействием различных факторов. Возможно, играют роль

качества тех или иных игроков, или развитость тех или иных каналов продаж, а возможно, и требования регулирования (скажем, более жесткие нормы в отношении управляющих компаний, паевых инвестиционных фондов, биржевых фондов).

Недавно был опубликован интересный обзор Банка России по некредитным финансовым организациям. Оказалось, что розничные клиенты, работающие с брокерским бизнесом, имеют в портфелях свыше 50% акций. Тогда как у клиентов управляющих компаний доля акций сейчас составляет 14%. Не говорю, хорошо это или плохо. Тем не менее, мы видим, что уровень риска в портфелях неопытных инвесторов, работающих с брокерами, достаточно высок. И мы все понимаем, что на фоне любого падения рынка клиенты могут столкнуться с убытками, а значит, прийти к разочарованию в рынке.

Все крупные игроки, я уверена, понимают эти угрозы. А значит, возникает тема портфельных инвестиций, тема более консервативных решений для клиентов. Наша точка зрения такова: продуктом входа для неопытных инвесторов должен стать фонд. Неважно, биржевой фонд, открытый паевой инвестиционный фонд, или ETF, но все-таки на входе в рынок клиент должен получать более-менее диверсифицированный портфель.

Мне периодически интересно отслеживать, что делал в прошлом или позапрошлом году Дейв Портной на американском рынке, что он рекомендует покупать, что продавать. Он откровенно говорит: «Я делю свои деньги на две части. Первая часть — это моя работа, я торгую, я рассказываю об этом моим последователям, а вторая часть — это мои долгосрочные сбережения, которые я держу в фондах и категорически запрещаю себе вообще до них дотрагиваться». То есть, присутствует логика параллельного существования, условно, двух

составляющих: активной части сбережений и более долгосрочных сбережений. Она становится для клиентов ценностно понятной.

В этой связи мы выделяем для себя пять основных, приоритетных, стратегических направлений развития.

Первое: развитие биржевых паевых инвестиционных фондов. Доступ на российский иностранных ETF — это, наверное, прекрасно. Но российские биржевые инвестиционные фонды не смогут стать конкурентоспособными, если не будет решена тема регуляторного арбитража и не будут устранены имеющиеся недостатки по инструментам. Мы уже сформировали соответствующий список, спасибо регулятору и нашему профильному департаменту, который очень активно работает с участниками рынка и собирает наши пожелания. Создание биржевых фондов во многом ограничивается именно действующими нормами. Для нас это в приоритете, и мы будем просить саморегулируемую организацию с этой повестки не сходить.

Вторая тема: тренд на удлинение сбережений, на удлинение взаимодействия с клиентами, построение долгосрочных отношений. Да, мы глубоко убеждены, что существует потребность в долгосрочных сбережениях. И считаем, что нужно фокусироваться именно на целевых клиентах, выстраивать лояльность.

Может быть, не стоит носить воду в решете, постоянно набирать новых клиентов, а лучше сфокусироваться на существующих клиентах, сделать их довольными, удлинить срок их жизни в управляющей компании, увеличить средний счет. Все, что связано с ИИС 3 типа, мы очень поддерживаем. Нам хотелось бы, чтобы это уже переместилось в практическую плоскость, в которой управляющие компании смогли бы предложить клиентам адекватные решения именно на десятилетнем горизонте, предложить те или иные стратегии до-

верительного управления в рамках ИИС 3 типа.

Третья тема, без нее никуда: современные технологии. Здесь мы все фокусируемся на онлайн-каналах продаж. Но фокус должен сместиться и внутрь компаний. Это связано с автоматизацией, цифровизацией процесса управления активами, процесса риск-менеджмента, здесь актуальны проекты, связанные с элементами машинного обучения.

Индустрии также необходима возможность покупки паев открытых паевых инвестиционных фондов в формате Т0, иначе мы просто лишимся этой индустрии, останутся только биржевые фонды. Выдача паев на следующий день или, чего доброго, на второй-третий день уже совсем не удовлетворяет клиентов. Это абсолютно недопустимо, проблема тоже должна решаться.

Тема кросс-идентификации тоже важна. Потому что появляются все новые и новые каналы онлайн-дистрибуции, в том числе инструментов коллективного инвестирования. Поэтому изменения 115-ФЗ актуальны как никогда.

Четвертая тема: продукты и сервисы. Продуктовые и сервисные инновации, исходящие из пожеланий клиентов, — это то, что дает рынку драйв, то, на чем мы как участники рынка должны фокусироваться. Здесь много интересно. Мы верим в альтернативные инвестиции. Международная статистика на конец прошлого года показывает, что доля альтернативных инвестиций во всех активах международных управляющих компаний составляет где-то 16%, а в выручке — порядка 50%. То есть за счет инструментов альтернативного инвестирования генерируется половина выручки. Мы в этом плане можем предлагать клиентам получать арендные доходы от той или иной недвижимости. А также работать с квалифицированными инвесторами в рамках персональных фондов для крупных клиентов.

Еще одна тема — регулярность инвестирования. Это инвестиционные копилки, инвестбэки, многоразовые заявки: все, что дает клиенту возможность начать инвестировать даже с очень мелких сумм и дальше осуществлять вложения по 100 рублей, по 500 рублей с регулярностью, комфортной для конкретного человека. Очень хочется сделать продукты, которые вписываются в жизненный цикл клиента. Это основа индустрии коллективных инвестиций во многих странах.

И в завершение. Сейчас кажется как никогда актуальным развитие различных партнерских моделей. Появляются все новые и новые партнеры и в онлайн, и в офлайн. Неважно, телекомы это, или ритейл, или продажи телефонов в супермаркетах. Но все эти игроки уже понимают, что их клиенты готовы услышать что-то новое об инвестициях. Поле для создания партнерских каналов может быть не только Россия, возможно партнерство, например, с банками Беларуси или Казахстана. Здесь мы спотыкаемся на проблеме налога с нерезидентов.

Мы-то как раз считаем, что сейчас очень многое сделано и будет доделано. И я уверена, что при помощи саморегулируемой организации все у нас сложится, и рынок коллективных инвестиций будет развиваться опережающими темпами.

Алексей Тимофеев. Ира, спасибо большое.

Что я хотел бы сказать в развитие мысли Иры: регулятор пошел по пути либерализации доступа ETF на российский организованный рынок. Он свел требования к ETF, которые могут быть допущены на организованный рынок, до уровня требований к российским биржевым фондам. Но нам бы не стоило отказываться при этом от мысли о либерализации, о развитии регулирования для биржевых фондов с тем, чтобы оно

было не хуже, а лучше. Текущее решение кажется временным, мы все равно вернемся к установлению для биржевых фондов более выгодных, что ли, условий функционирования на российском рынке, чем для ETFов. Пусть так будет, пусть российским инвесторам будут предоставлены дополнительные убедительные доводы для выбора в пользу российских биржевых фондов.

У меня есть много вопросов к Ире, но я боюсь потерять одну тему, которую она задала: о долгосрочном характере отношений с клиентами. Я бы хотел, чтобы следующий выступающий, Олег Михасенко, порассуждал о стоимости привлечения розничных инвесторов, о конкуренции на рынке и о стремлении индустрии строить долгосрочные отношения со своими клиентами.

Прав я или нет? Стремится ли индустрия устанавливать с клиентом более долгосрочные отношения, а стало быть, давать ему доказательства лучшей доходности на фондовом рынке в среднесрочной, в долгосрочной перспективе? Олег?

Олег Михасенко. Понятно, спасибо. Я всех приветствую! Вы вспомнили 2008 год, но там была совсем другая история, тогда даже фондовая индустрия была другой.

Самый главный скачок произошел в качестве предоставления услуг. Ведь у нас же произошла революция. Мы сейчас живем в другом мире: в нем клиент открывает счета и получает отчетность, не выходя из дома, в нем работает Система быстрых платежей. Совершенно другой мир создался. 2008 год нельзя даже сравнить с тем временем, в котором мы живем сейчас.

Долгосрочные отношения. Мне кажется, это даже не обсуждаемо: если у бизнеса нет долгосрочных отношений с клиентом, то у нее нет будущего. Я не знаю, есть ли компании, которые не хотят иметь долгого клиента, не верю в су-

ществование таких компаний. И банки, и брокеры, и УК, и пенсионные фонды должны обслуживать своего клиента и строить с ним отношения так, как хочет клиент. Мне кажется, это самое главное.

Если говорить о том, что бы еще можно было сделать. Конечно, мы сейчас стоим на пороге серьезных событий: грядет идентификация и другие изменения в регулировании. Нужно пережить этот период и посмотреть, как это будет работать. На Западе подобное сделано полегче: там регулятор просто устанавливает, что брокеры и прочие профучастники должны проводить анкетирование, чтобы узнать риск-профиль клиента и степень понимания им продуктов фондового рынка. Российское регулирование пошло немного дальше: посмотрим, как это будет работать. Самое главное, чтобы это не остановило индустрию.

Кросс-идентификация нужна, на Западе она тоже есть. Там даже есть отдельная специальная лицензия на доступ третьего лица к информации об инвестициях конкретного человека. Все счета этого человека консолидированы в одном месте, это сделано официально, есть лицензия, клиент видит полностью все свои активы. Ведь многие люди обслуживаются в нескольких банках, у нескольких брокеров. Портфельные инвестиции — это самое главное. Надо полностью консолидировать портфель, тогда будет возможно настоящее финансовое планирование, можно определить клиенту стратегию, можно посчитать риск, посчитать ликвидность, сделать конкретное предложение. Когда клиент четко понимает, сколько денег может потерять, какова ликвидность портфеля, какие бумаги из портфеля нужно купить/продать. Это целевая модель портфельного инвестирования. Такой сервис можно сделать на базе искусственного интеллекта, это не так сложно, честно говоря.

Далее. Роман Горюнов призывает вывести ЕТФы на российскую биржу, эту идею я не поддерживаю. Пока рано это делать, это будет, во-первых, неконкурентно по отношению к нашим ПИФам и вообще фондам. Во-вторых, возникает проблема поддержки клиента. Ведь, если с ЕТФом что-то случится, то необходимо объяснить клиенту, что делать: куда жаловаться, куда идти за поддержкой. Эти бизнесы все-таки находятся за рубежом, могут возникнуть вопросы.

Хотел подчеркнуть еще, что по некоторым техническим возможностям российский рынок все-таки маленько отстает. Например, часто клиенты жалуются, что если купить бумагу и в этот же день ее продать, то получить деньги нельзя. Брокер не может вывести клиенту деньги, потому что тогда на балансе клиента возникнет минус. Мы давно говорим об этой проблеме, но так ничего и не сдвинулось. На Западе такое возможно. На Кипре, в Лондоне это стандартная деятельность банков: вывести деньги и нарисовать клиенту, что они поступят завтра, но сам клиент может получить эти деньги еще в пути. Депозитарий, кстати, тоже не может рисовать минусы. Если клиент зашортил бумагу, минус по его счету показывать нельзя. Мне кажется, можно было бы подумать, как это поменять.

И последнее. Я ратую за то, чтобы привлекать на отечественный рынок иностранных клиентов. Очень много русских и русскоязычных людей живет в странах СНГ, в Европе, они готовы покупать российские акции и заводить активы на российский рынок. А дальше разбираться с налогами в своей юрисдикции должны уже отечественные профучастники. Это позволило бы, мне кажется, консолидировать русскоязычное население СНГ, дополнительно привлечь на российский фондовый рынок достаточно много клиентов.

Так что в целом я согласен с заявлениями Алексея. Только мне очень удивительно, почему капитализация нашего рынка снизилась сравнительно с 2008 годом? Для меня это загадка, честно говоря.

Алексей Тимофеев. Олег, спасибо большое. Согласен, я не уделил должного внимания рассказу об успехах, спасибо, что ты это сделал. С 2008 года на отечественном фондовом рынке, конечно, произошли колоссальные качественные изменения. Я, наверное, зря про это не сказал. Инфраструктура тогда и сейчас — небо и земля, конечно. Технологии привлечения инвесторов, дистанционное взаимодействие, роль отечественных инвесторов — все это абсолютно иное. В этом смысле рынок качественно совершенно иной, чем тот, пусть и более объемный, рынок 2007 года, о котором я говорил. Давайте добьемся прежних объемов сейчас на новой качественной основе, мы действительно немало в этом смысле сделали.

Я бы хотел, чтобы выступил Тимур Турлов, который компетентен рассуждать о том, как подобные задачи решаются в странах присутствия его компании.

Что является достижениями там, создают ли в этих странах реальную конкуренцию для нас? Мы же конкурируем с Казахстаном, с их проектом МФЦ, наверное. Может быть, есть что-то, что следовало бы позаимствовать? И вправе ли мы рассчитывать на иностранных инвесторов, твоих клиентов, Тимур, в том числе как на клиентов российского фондового рынка?

Тимур Турлов. Спасибо большое, Алексей. Хочу еще раз сделать акцент на том, что говорил Роман Горюнов. На Питерской бирже действительно сейчас построили рынок, обладающий в определенные часы уникальной ликвидностью. Мы это достаточно активно обсуждали с рыночными профессиона-

лами, в том числе на Западе. Ни на каких американских площадках нет сейчас ликвидности в 10 утра по Москве, в 12 утра по Москве. На Питерской бирже ликвидность сильно больше, чем во Франкфурте.

Это косвенно говорит о том, что была реализована правильная модель.

Мы сейчас зарегистрировали на Петербургской бирже 70 тысяч европейских клиентов (они не являются резидентами России). Через нашего европейского брокера мы дали им доступ туда плюс бест экзеkjюшен по иностранным ценным бумагам. Они торгуют в основном иностранными ценными бумагами. Мы активно пытаемся решать для них кейсы по бест экзеkjюшен, чтобы всегда была полная гарантия наилучшего исполнения сделки. На инфраструктуре Санкт-Петербургской биржи эти задачи вполне можно решать: заявки рерутятся между разными биржами, возникает достаточно единый и целый рынок. Это крутая штука, которой все сильно удивляются.

В этой схеме есть ряд технических проблем, но мы их решаем, совершенствуем схему.

Российское национальное право довольно сильно отличается от прецедентного права, которое имеет главенствующее значение в странах англо-американской правовой системы. На Западе привыкли работать именно в системе так называемого common law. Меня очень радует, что при этом мы смогли построить достаточно конкурентоспособный рынок, который претендует на интеграцию с глобальной инфраструктурой. Это мало у кого получилось вообще. Условно, Роман Горюнов решил проблему перевода из зоны английского права в зону права российского. Московская биржа решает для своих клиентов ту же самую проблему: дает мелким игрокам возможность делать РЕПО, возможность жить в системе

российского депозитарного учета, управлять ликвидностью, делать много других вещей.

Более того, мы сейчас видим, что в чем-то российская инфраструктура сильнее, чем инфраструктура на Западе. В России есть рынок РЕПО с центральным контрагентом, например, которого на Западе не существует. В Штатах у брокера может быть многомиллиардный кастоди, но при этом привлечь ликвидность для клиентов бывает очень тяжело, приходится открывать кредитные линии с каждым банком, закладывая бумаги. И не всегда возможностей кастоди достаточно для привлечения денег: иногда кастоди может иметь гигантский капитал, а лимитов все равно будет не хватать. Там многое работает медленнее и гораздо менее удобно, хуже интегрировано. Тот же самый американский центральный контрагент NSCC зачастую гораздо менее эффективен, чем ЦК Московской бирже, ЦК Питерской биржи, что само по себе создает огромное количество вызовов.

В Казахстане структура права похожа на структуру права российского. И для всех вдохновляющим примером является то, что Россия смогла сделать так, чтобы иностранные ценные бумаги люди могли покупать через локальных посредников, и этот рынок стал доминировать над рынком иностранных финансовых посредников. Потому что в огромном количестве стран мира локальные игроки не стали доминировать над международными, в том числе из-за трудностей перевода.

У компании «Фридом Финанс» есть опыт работы на территории Международного финансового центра в Астане. Мы там тоже сейчас запустили локального брокера, с начала этого года счета всех казахстанских клиентов открываем в МФЦА, чтобы они могли торговать там иностранными ценными бумагами. И, кстати, сразу же их

регистрируем на Санкт-Петербургской бирже: чтобы эти клиенты могли получить доступ к торгам в нужное им время. Казахстан живет на три часа позже Москвы, ему нужна эта «промежуточная» ликвидность. Потому что, когда основная сессия открывается в России, то в Казахстане еще 5:30, а в самом Казахстане основная сессия открывается только в 8:30. И если на этой площадке интересно торговать немцам, то казахам тем более.

В МФЦА поступили просто: там взяли фреймворк MiFID в чистом виде, регулятор тоже полностью импортировали, по сути, из Великобритании, сделали отдельный конституционный закон. Получился, грубо говоря, офшор: у него собственный суд, собственные регулятор, система права, регистратор ценных бумаг. В общем, государство в государстве. Конструкция прикольная. Она, с одной стороны, решила проблему согласования различных систем права, а, с другой стороны, она работает. Но все равно там сейчас возникает очень много регуляторного арбитража между локальным регулированием и регулированием на территории Международного финансового центра.

Мы в России очень много вещей смогли упаковать именно в национальном праве, нам не пришлось создавать регуляторный офшор для того, чтобы продвинуть свою индустрию. Это крайне круто и почетно, это хороший пример для всех остальных.

Путь создания международного финансового центра объективно очень дорогой, по многим причинам. Российский опыт объективно многих вдохновляет, он прикольный и классный.

Давайте попытаемся идти той дорогой, которая уже частично проложена. То, что уже сделано для развития инфраструктуры, будет тащить индустрию вперед. Мы действительно проходим через колоссальную эпоху перемен: хоро-

ших перемен, но сложных. У всех растет регуляторная нагрузка, регуляторный кост, везде в мире растет. Сейчас я не знаю ни одной юрисдикции, где он бы не рос по тем или иным причинам. И, конечно, выживают только крупнейшие.

На российском фондовом рынке появляется очень мало новых игроков, рынок постоянно укрупняется. Так или иначе, все крупные брокеры принадлежат каким-то финансовым группам, у них либо есть свои банки, либо они сами являются «дочками» банков.

Тем не менее, повторюсь, мы на верном пути. Прделана огромная работа по выстраиванию доверия, выстраиванию инфраструктуры. Законодательство сильно улучшилось и создало огромное количество возможностей, свобода для творчества присутствует. Рынок ценных бумаг в принципе зародился не везде, а в России существует достаточно развитая национальная фондовая индустрия. Это большое достижение, давайте его сохранить.

Алексей Тимофеев. Тимур, спасибо большое. Разделяю все сказанное тобой. Доверие между регулятором и индустрией, то взаимодействие, которое существует на нашем финансовом рынке между регулятором и индустрией — это тоже часть культуры и цивилизации. В спорах или даже размолвках мы решаем довольно серьезные вещи. И да, у российского финансового рынка, похоже, появляется обаяние, он становится в какой-то степени примером для некоторых финансовых рынков, решающих похожие задачи.

Следующим выступающим будет Владислав Кочетков. Владислав, конкуренция на финансовом рынке, долгосрочные отношения с клиентами... Сергей выразил сомнения в формировании индустрии инвестиционных советников. Что ты об этом думаешь?

Владислав Кочетков. Небольшая ремарка. Все-таки мы разговариваем уже два



часа, я не уверен, что есть живые люди, которые нас еще в состоянии слушать, поэтому можно говорить максимально откровенно. Сессия наша называется: «Вызовы регулирования». Но про вызовы ничего не сказали, хотя я уверен, что регуляторный пресс будет только расти. Пока налицо полное согласие с регулятором: делаем общее дело, развиваем рынок, все хорошо. Хотелось бы больше про вызовы, потому что регулятор умеет их обеспечивать.

Да, мы ожидаем продолжения притока розничного инвестора на фондовый рынок. Ожидаемое повышение ключевой ставки его может несколько замедлить, потому что определенная

конкуренция между фондовым рынком и депозитами все-таки существует, плюс она сейчас усугубляется еще и налоговым неравенством, которое регулятор обещал решить, но пока не решил.

При этом я как участник фондового рынка понимаю, что фондовый рынок может дать гражданам страны больше возможностей для сохранения и увеличения капитала, для решения вопросов финансового здоровья и прочих. Поэтому приток инвесторов сохранится, в том числе за счет того, что сейчас создается некая цепная реакция: приток инвесторов стимулирует информационную активность, про инвестиции много пишут в СМИ, блогеры рассказывают

про увеличение капитала, профучастники рекламируют себя по телевизору. Эта активность сама по себе есть фактор привлечения инвесторов, а дальше включается и работает C2C коммуникация. Лето в этом году не очень хорошее, жара расслабила, практически у всех на брокерском рынке я вижу сокращение динамики притока клиентов, но зима близка, и клиент снова пойдет.

Другое дело, что пока приходит неподготовленный инвестор. Задача индустрии — сформировать у него правильные ожидания и дать правильные инструменты в рамках риск-профиля. В принципе, мы все этим занимаемся, занимаемся давно. Я думаю, нет эконо-

мики в том, чтобы получить быструю прибыль с клиента и затем потерять его, да еще с негативным мнением о рынке. В «ФИНАМе» мы глубоко прорабатываем концепцию клиентского счастья. Вписать в это счастье патернализм пока никак не получается. Наши тестовые замеры показывают, что любые ограничения делают клиента менее счастливым. Он понимает, что определенные инструменты покупать нельзя и так далее, но каждое новое ограничение делает его все менее и менее счастливым. В ответ на ограничение инвестор должен получить доступ к более широкому кругу инструментов.

Справедливо говорилось про IPO. Я часто сужу по себе, у меня несколько счетов с разными стратегиями: и вот иногда на российском рынке просто нечего купить, нет бумаг в принципе. Конечно, какое-то стимулирование (в том числе субсидирование IPO) для этого рынка было бы крайне полезно.

Далее. Как уже было сказано, регулятор обещал дать доступ к иностранным ETF. На мой взгляд, это возможно делать даже без прохождения теста. До сих пор не до конца понимаю, почему наш клиент может купить ETFы, упакованные в БПИФ, без теста и заплатить за это больше, но не может купить сам ETF и заплатить меньше. Тем более что все-таки речь идет о крупнейших фондах, где риски корпоративных действий, имеющих негативные последствия для инвестора, не столь велики, и с ним действительно можно работать.

Ну, и стоит понимать, что на рынок приходит инвестор с небольшим капиталом. Нужно дать ему возможность для диверсификации портфеля. Мировой тренд очевиден: это дробные акции, чтобы на 100 долларов можно было купить «Амазон», ГМК, другие дорогие бумаги и сделать нормальный портфель. Знаю, что регулятор анонсировал работу в этом направлении, но

хотелось бы ее ускорить, потому что штука очень полезная.

Еще одна важная тема — инвестиционные советники. Российский рынок пока формируется как рынок крупных финансовых консультантов. На самом деле как были брокеры/банки, так они ими и остались, просто внутри у них появилось дополнительное регулирование, ответственность и некая стена между подразделениями. А больше ничего не поменялось. Так что, говоря: «рынок формируется», мы на самом деле говорим, что рынка нет.

В моем представлении тот рынок инвестиционного консультирования, который задумывался, предполагал работу тысяч квалифицированных и независимых профессионалов, как на других развитых рынках. Они консультируют в разных форматах (офлайн, онлайн, коллективно, индивидуально) миллионы неподготовленных инвесторов, чтобы повысить качество их работы.

Что мы получили реально? Есть закон: на мой взгляд, его нужно дорабатывать, развивать. Возникает чувство, что регулирование в данном направлении несколько зависло. Да, было принято не очень комфортное регулирование, затем оно немножко смягчилось, и дальше все встало. Либо я просто не знаю о происходящих движениях. Мне кажется, что в фокусе регулятора могли бы оказаться не брокеры, не управляющие компании, а инвестиционные советники. Именно как драйвер развития рынка. В том числе потому, что на самом деле эти советники есть. Может быть, их не десятки тысяч, но их сотни и тысячи. И они находятся в серой зоне, потому что возможности выйти в белую зону им по факту не дали. Тут есть над чем работать. Тем более что есть окно возможностей и в рамках закона о квалификации: все та же тема, чтобы клиент мог покупать все, что рекомендовал советник, без теста. Это было бы

логично и индустрию двинуло вперед сильно.

В целом я исхожу из того, что наша основная задача — не оставить инвестора (особенно нового) один на один с рынком, поддержать его в плане качественной экспертизы. При этом без соответствующего инструментария экспертиза большой ценности не имеет, инструментарий нужно наращивать.

Вообще я в последнее время люблю цитировать господина Швецова: конспектирую его выступления на всех мероприятиях, где встречаю. Один из его тезисов гласит, что финансовый рынок — это рынок доверия. На мой взгляд, если будут отменены льготы по ИИС 1 типа, то их отмена станет жестким ударом по доверию. Почему-то, когда эти льготы вводились, про 6 млн счетов никто ничего не сказал ни инвесторам, ни брокерам, ни управляющим компаниям. А сейчас — бах, и до свидания, ИИС-1. На мой взгляд, это не очень правильно, потому что доверие живет там, где правила игры являются долгосрочными. И хотелось бы, чтобы у нас они во время игры не менялись. Спасибо.

Алексей Тимофеев. Владислав, спасибо большое. С вашего позволения я буду завершать нашу конференцию. Должен признаться, что очень хотел бы подняться с места модератора и пожать руки спикерам. Однажды мы так и сделаем. А сейчас я могу только заочно поблагодарить их за выступления от имени зрителей, а от их имени — зрителей за внимание.

Спасибо вам большое, что были с нами. Приветствую вас еще раз от имени Национальной Ассоциации участников фондового рынка. ■



Виктор Коновалов
заместитель директора «Интерфакс-ЦЭА»

Сдержанно вверх

РЫНОК АКЦИЙ СЛЕГКА ПОДРОС В ИЮНЕ-ИЮЛЕ БЛАГОДАРЯ ВНЕШНЕМУ ПОЗИТИВУ, РОСТ СДЕРЖИВАЛИ ДИВИДЕНДНЫЕ ОТСЕЧКИ

Котировки российских акций слегка подросли по итогам июня-июля благодаря как позитивной внешней конъюнктуре (в том числе высоким ценам на нефть), так и снижению геополитических рисков после личной встречи президентов России и США. Вместе с тем рост сдерживали дивидендные отсечки для многих крупных отечественных компаний и банков.

Индекс РТС вырос за два летних месяца на 1,77% — до 1625,76 пункта, а рост индекса МосБиржи составил 1,34% (к закрытию торгов 30 июля индикатор достиг 3771,58 пункта).

Ожидания встречи президентов России и США стимулировали спрос на российские акции

Тенденция к росту на российском рынке акций сформировалась в самом начале лета вслед за подъемом мировых фондовых площадок на фоне ожиданий сохранения стимулирующих мер в США, позитивной макроэкономической статистике, а также благодаря раллировавшей нефти

на улучшении прогнозов ОПЕК+ по спросу на сырье. Также поддержку «быкам» оказали оптимистичные новости с Петербургского международного экономического форума (ПМЭФ). Индекс менеджеров по закупкам (PMI) в промышленном секторе Китая, рассчитываемый Caixin Media и Markit, в мае неожиданно вырос до 52 пунктов — максимума за последние 5 месяцев. Индекс деловой активности в производственном секторе США (ISM Manufacturing) в мае увеличился до 61,2 пункта с апрельских 60,7 пункта, что также превысило прогнозы.

Котировки Brent 1 июня поднимались выше 71 доллара за баррель (2-летнего максимума)

в свете новостей от ОПЕК+ и на фоне подъема фондовой Европы на ожиданиях восстановления спроса в условиях постепенного снятия карантинных ограничений. Страны ОПЕК+ решили сохранить в июле обозначенные ранее условия сделки по нефтедобыче, при этом министры не обсуждали возвращение Ирана на нефтяной рынок.

Глава ЦБ РФ Эльвира Набиуллина сообщила, что денежно-кредитная политика Банка России пока остается «мягкой» с учетом инфляции, возврат к нейтральной уже начал. По ее мнению, уход от «мягкой» ДКП не мешает росту экономики РФ, спрос восстановился, его не надо дополнительно стимулировать. В свою очередь глава Минфина РФ Антон Силуанов полагает, что рост темпов инфляции в России, которая уже достигла 5,9% в годовом выражении, свидетельствует о «перегреве» и является сигналом к нормализации бюджетной и денежно-кредитной политики.

Вице-премьер Александр Новак выразил надежду, что работа по строительству «Северного потока-2» будет завершена до конца года. Новак также ожидает, что в 2022 году глобальный нефтяной рынок вернется к докризисным показателям. Президент РФ Владимир Путин сообщил на пленарном заседании ПМЭФ, что 4 июня бы-

ла завершена укладка труб по первой нитке газопровода «Северный поток 2», он уже готов к заполнению газом. Также Путин заявил, что госпрограмма льготной ипотеки должна быть продлена во всех регионах РФ до 1 июля 2022 года с увеличением ставки до 7% годовых. Эти новости поддержали акции «Газпрома» и бумаги строительных компаний.

Обновили исторические максимумы акции ПАО «Лензолото» после решения совета директоров компании рекомендовать годовому собранию акционеров направить всю прибыль за 2020 год на выплату дивидендов (15219,5 рубля на одну обыкновенную акцию и 3699,27 рубля на одну привилегированную акцию). Выросли «префы» «Транснефти» на сообщении, что Каспийский трубопроводный консорциум впервые выплатит дивиденды. За 2020 год выплаты составят 48,8 млрд рублей, из которых в пользу «Транснефти» будет направлено 11,7 млрд рублей. Вместе с тем подешевели акции ПАО «Белуга Групп» на новостях о планах компании продать до 2 млн акций (около 12,7% капитала) в рамках вторичного размещения с существенным дисконтом к рынку.

ЕЦБ на июньском заседании ожидает, что оставил ключевые ставки на текущих уровнях и не стал менять объем экс-

тренной программы выкупа активов Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), оставив его на уровне 1,85 трлн евро. Однако ЕЦБ сообщил, что выкуп активов в рамках PEPP в текущем квартале продолжит осуществляться значительно более высокими темпами, чем в первые месяцы этого года. Председатель ЕЦБ Кристин Лагард заявила, что наблюдаемое ускорение инфляции обусловлено временными факторами (ЕЦБ повысил прогноз роста ВВП еврозоны на 2021 год, а также прогноз по инфляции — до 1,9% с 1,5%).

По данным Минтруда США, потребительские цены (индекс CPI) в США в мае подскочили на 5% в годовом выражении (максимальный рост с августа 2008 года), что превысило средний прогноз роста в 4,7% после подъема в апреле на 4,2%. Усиление инфляции в США эксперты объясняют эффектом «низкой базы» мая 2020 года, а также ростом потребительского спроса благодаря снятию ограничительных мер, введенных из-за пандемии COVID-19. Федеральный резерв неоднократно заявлял, что инфляционное давление является временным, поскольку экономика продолжает восстанавливаться после кризиса, вызванного пандемией COVID-19.

Банк России на заседании 11 июня ожидаемо повысил ключевую став-

ку на 50 базисных пунктов (до 5,5% годовых), при этом ЦБ РФ раздвинул временной горизонт ожидаемого возвращения инфляции к таргету (вторая половина 2022 года вместо середины 2022 года). ЦБ РФ также сообщил, что российская и мировая экономика восстанавливаются быстрее, чем ожидалось ранее, при этом есть необходимость дальнейшего повышения ключевой ставки на ближайших заседаниях.

Пик роста российского рынка пришелся на середину июня на фоне ожиданий саммита президентов России и США и очередного заседания Федрезерва. Индекс МосБиржи 15 июня вплотную приближался к отметке 3865 пунктов, обновив тем самым в очередной раз исторический максимум, а индекс РТС локально превышал уровень 1695 пунктов. После этого на рынке наметились коррекционные настроения. На пресс-конференции по итогам саммита президент РФ Владимир Путин сообщил, что были достигнуты договоренности с президентом США Байденом о возвращении послов РФ и США на места их работы.

Федрезерв США на июньском заседании ожидаемо не стал менять ставки и объем программы выкупа активов, но глава ФРС Джером Пауэлл на пресс-конференции заявил, что представители ФРС на заседании уже начали обсуждать возможное сокращение программы выкупа активов. Эти сигналы американского регулятора оказали негативное влияние на настроения глобальных инвесторов и способствовали дальнейшей отрицательной коррекции российских акций. Индекс МосБиржи в снижении протестировал рубеж 3800 пунктов, при этом скорректировались вверх акции золотодобывающих компаний вместе с золотом и металлами.

Восстановительный рост отечественных акций 23 июня ускорился на фоне очередного витка повышения нефтяных цен и подъема индексов в США, при этом индекс РТС вырос за день на 1,3% благодаря укреплению рубля; «бычий» настрой российских инвесторов был локально сдержан новостями об инциденте с британским эсминцем в Черном море. Российские военные открыли предупредительный огонь по курсу британского эсминца «Дефендер», который вошел в территориальное море РФ в Черном море в районе мыса Фиолент, сообщило Минобороны РФ. Эсmineц был предварительно предупрежден о применении оружия в случае нарушения государственной границы РФ, но на предупреждение не отреагировал. Далее пограничный сторожевой корабль выполнил предупредительную стрельбу, а самолет Су-24М выполнил предупредительное бомбометание по курсу движения эсминца. После этого эсmineц «Дефендер» покинул границы территориального моря РФ.

Глобальные инвесторы позитивно оценили заявления главы ФРС Пауэлла и других представителей регулятора. Выступая в Конгрессе США, Пауэлл подтвердил свое мнение о том, что ускорение инфляции в стране, скорее всего, будет временным, отметив, что американский ЦБ продолжит оказывать поддержку экономике. Пауэлл считает маловероятным, что темпы роста потребительских цен в стране достигнут уровня 1970-х годов, когда инфляция выражалась двухзначным числом. По его словам, такой сценарий «очень-очень маловероятен», в том числе потому, что центральный банк «готов использовать все свои инструменты, чтобы удерживать инфляцию на уровне около 2%». Таким образом, комментарии Пауэлла смягчили опасения финансовых рынков по поводу

скорого сворачивания стимулирующих мер ФРС из-за неконтролируемой инфляции в США.

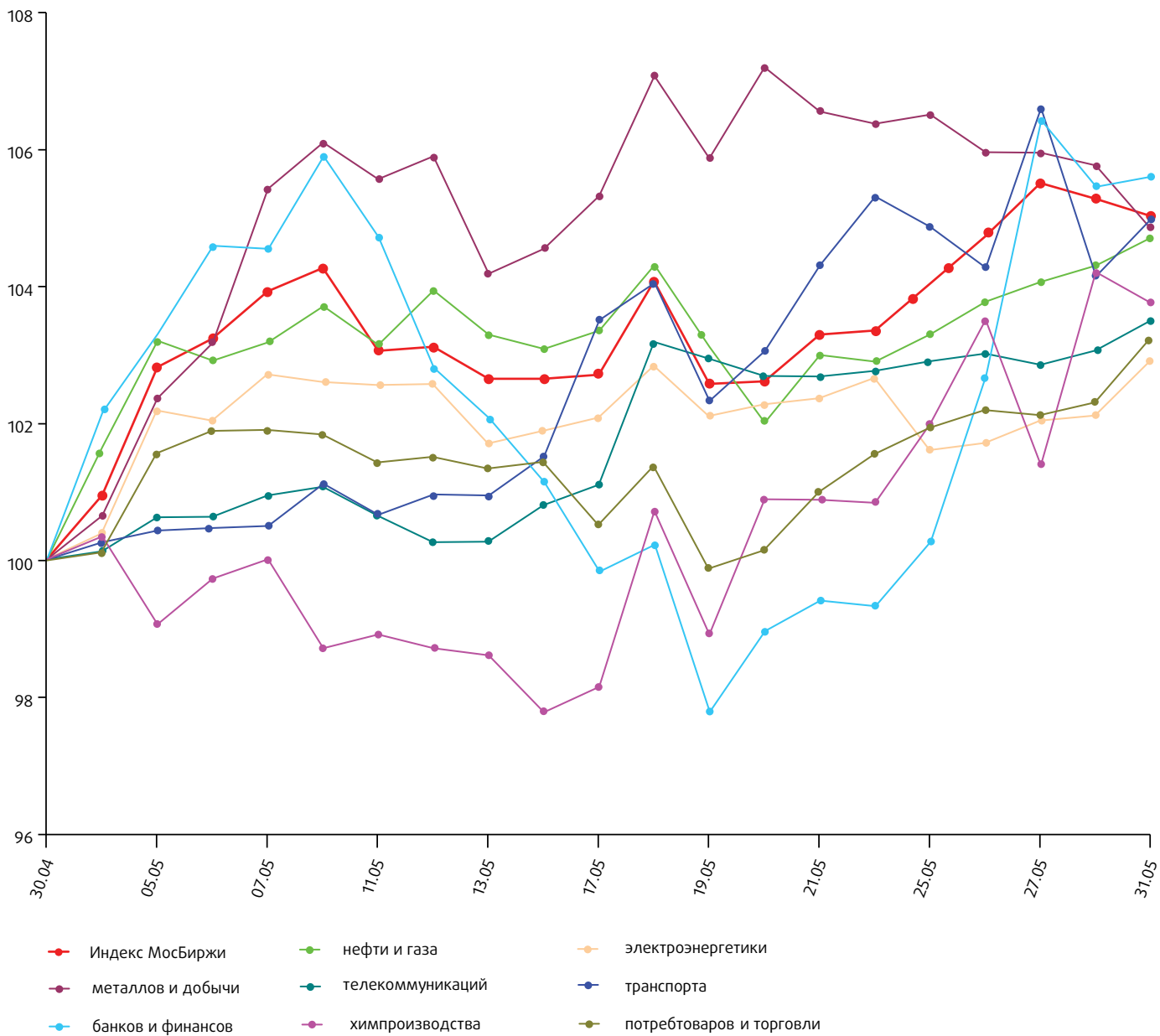
Российский рынок акций в середине третьей декады июня вновь стал снижаться, ведомый бумагами металлургических компаний, упавшими в цене на новостях о введении временной (на период с августа по декабрь включительно) экспортной пошлины. Правительство РФ вводит временные экспортные пошлины на продукцию черной и цветной металлургии с целью компенсировать дополнительные расходы, понесенные государственными заказчиками на фоне стремительного роста цен. По оценке главы Минэкономразвития Максима Решетникова, предприятия черной металлургии заплатят в бюджет посредством экспортной пошлины порядка 110-115 млрд рублей, предприятия цветмета — порядка 50 млрд рублей.

Движение индекса МосБиржи

Тенденция к росту сформировалась в начале второго месяца лета благодаря позитивным сигналам с мировых рынков капитала, при этом индекс МосБиржи в ходе торгов 1 июля обновил исторический максимум, хотя в значительной степени это было заслугой упавшего рубля. Повышению рынка способствовал позитивный внешний фон, в том числе рост нефтяных цен, что стимулировало спрос на ценные бумаги отечественных нефтегазовых компаний, которые и оказались локомотивами повышения. Однако к концу дня рынок акций РФ растерял большую часть дневного роста вслед за откатом нефтяных цен и снизившимся рублем.

Цены на нефть в ходе торгов 1 июля обновили многолетние максимумы, но ближе к вечеру наметилась коррекция: Brent ушла ниже \$76 за баррель, а WTI опустилась к отмет-

Рисунок. Динамика сводного и отраслевых фондовых индексов ММВБ



ке \$75 за баррель. Нефтяной рынок рос на фоне ожиданий, что ОПЕК+ в ближайшие месяцы будет придерживаться умеренных темпов увеличения нефтедобычи в связи с сохранением неопределенности в мировой экономике и распространением штамма «дельта» COVID-19.

Доллар после публикации 2 июля отчета по занятости перешел к снижению по всему спектру валютного рынка. Рубль этим воспользовался, что позволило индексу РТС более уверенно демонстрировать рост и даже опередить по темпам рублевый индекс. Вместе с тем заметно упали в цене (на 4-7%) ценные бумаги «ТГК-1», «Мосэнерго», «Совкомфлота», «Ставропольэнергосбыта» вследствие дивидендной отсечки. Количество рабочих мест в экономике США в июне увеличилось на 850 тысяч, максимальными темпами за 10 месяцев. Согласно пересмотренным данным, в мае показатель вырос на 583 тысяч (а не на 559 тысяч, как сообщалось ранее). Безработица в стране в июне увеличилась до 5,9% с 5,8% в мае. Эксперты в среднем ожидали роста количества рабочих мест в июне на 700 тысяч и снижения безработицы до 5,7%.

В начале июля ОПЕК+ не смог принять решение об увеличении нефтедобычи с августа на 400 тысяч б/с в месяц и продлении сделки до конца 2022 года из-за позиции ОАЭ, которые поддерживали увеличение добычи, но при условии, что для них будет повышена референтная база для снижения нефтедобычи с 3,168 до 3,8 млн б/с. При этом ОАЭ обусловили любой вариант сделки изменением своей базы.

Рынок акций РФ, демонстрировавший уверенный рост в первой половине дня 6 июля, к концу торгов перешел к отрицательной коррекции вслед за обвалом нефти и рубля; индекс

МосБиржи удержался в легком плюсе лишь благодаря обесценившейся более чем на 1,2% нацвалюте. При этом индекс МосБиржи в ходе торгов 6 июля благодаря росту ценных бумаг нефтегазовых компаний, прежде всего акций "Газпрома", обновил исторический максимум, который теперь составляет 3915 пунктов. Позитивной динамике "Газпрома" способствовали ожидания инвесторами заметного улучшения финансовых показателей компании в 2021 году на фоне высоких цен на газ и, соответственно, роста дивидендных выплат по итогам года. Кроме того, ослабили риски, связанные со строительством «Северного потока-2», после смягчения позиции США в отношении этого проекта.

В свою очередь цены на нефть после обновления многолетних максимумов (Brent поднималась до 77,84 долларов за баррель, а WTI вплотную приближалась к отметке 77 долларов за баррель) перешли к снижению на сообщениях о том, что встреча министров ОПЕК+ была отложена на неопределенный срок.

В дальнейшем падению российских акций способствовала негативная конъюнктура мировых рынков, в том числе снижение нефтяных цен. Глобальные инвесторы негативно восприняли публикацию протокола июньского заседания ФРС США. Руководители американского ЦБ в ходе заседания предположили, что Федрезерву, возможно, придется сократить объемы стимулирования раньше, чем планировалось, поскольку темпы роста экономики в этом году опережают ожидания. Выступая после публикации протокола заседания ФРС, глава Федерального резервного банка Атланты Рафаэль Бостик сказал, что момент, когда регулятор начнет сокращать программу ежемесячного выкупа

облигаций на сумму 120 млрд долларов, приближается. При этом он не уточнил сроков, в которые это может произойти.

Рухнули в цене акции «Лензолото» (-46,6% и -52,7% «префы») из-за отсечки на бирже рекордных дивидендов за 2020 год. Общая сумма выплат «Лензолота» превысила 18,6 млрд рублей, что составляет фактически почти всю чистую прибыль 2020 года, которая была сформирована в основном доходом от продажи структурам «Полюса» 94,4% золотодобывающей компании (ЗДК) «Лензолото» (ЗДК владеет всеми производственными активами и лицензиями, а ПАО «Лензолото» — лишь холдинговая структура, не являющаяся центром прибыли).

В начале второй декады июля рынок акций РФ смог немного скорректироваться вверх вслед за нефтью (Brent поднялась к 76 долларам за баррель) и индексами в США, которые лишь локально отреагировали снижением на статданные об ускорении американской инфляции. Потребительские цены (индекс CPI) в США в июне подскочили на 5,4% в годовом выражении при прогнозах роста на 4,9% после майского повышения на 5%. Заметно подорожали акции ПАО «Объединенная авиастроительная корпорация» и «Иркут» на фоне новостей, что Минпромторг предложил вложить в развитие авиастроения в России 1,84 трлн рублей до 2030 года (из них 1,6 трлн рублей из ФНБ).

Вместе с тем продолжить уверенный рост не позволили очередные дивидендные отсечки — в акциях «Газпрома», «ФСК ЕЭС», «Транснефти». Кроме того, на рынок давили такие факторы, как общемировая фондовая коррекция и слабость

нефти на новостях от ОПЕК+. Индекс МосБиржи не удержал рубеж 3800 пунктов и просел в район 3770 пунктов.

Пик падения российского рынка акций пришелся на 19-20 июля. При этом 19 июля было зафиксировано рекордное за 4 месяца падение индексов из-за массовых распродаж активов по всему миру и обвала нефти (Brent упала к 69 долларам за баррель) на фоне опасений относительно раннего ужесточения монетарной политики Федрезерва, роста числа инфицированных COVID-19 в разных регионах и решения ОПЕК+ наращивать добычу нефти. Лидировали в откате «префы» «Сургутнефтегаза» после отсечки дивидендов за 2020 год. Минимальных же значений фондовые индикаторы достигли в начале торгов 20 июля: 3680 пунктов по индексу МосБиржи и 1551,7 пункта по индексу РТС.

ОПЕК+ приняла решение об ускоренном возвращении на рынок нефти, добычу которой она урезала с мая 2020 года. Сделка продлевается с мая 2022 до конца 2022 года. С августа 2021 года страны ОПЕК+ начинают наращивать добычу нефти на 400 тысяч б/с в месяц до полного свертывания сокращений (сейчас составляют 5,8 млн б/с от уровня октября 2018 года, у РФ и Саудовской Аравии отдельные референтные базы). В декабре текущего года ОПЕК+ оценит ситуацию на рынке и показатели добычи стран-участниц.

Однако уже к закрытию торгов 20 июля рынок акций РФ отскочил выше 3700 пунктов по индексу МосБиржи на фоне общемировой коррекции после нескольких дней снижения. В дальнейшем рынок продолжил восстановление вслед за внешними фондовыми площадками и раллирующей нефтью на фоне увеличения спроса на

рисковые активы (при этом негативные данные Минэнерго США о росте запасов сырья игроки проигнорировали). Лидерами повышения выступили акции металлургических компаний, подогретые квартальными отчетами ММК и НЛМК, а во «втором эшелоне» выстрелили бумаги ГК «Самолет» и ПАО «Белуга групп».

ЦБ РФ на заседании 23 июля повысил ключевую ставку сразу на 1 процентный пункт (до 6,5% годовых) и вернулся к апрельской версии сигнала о будущей направленности денежно-кредитной политики, которая, хоть и звучит по-прежнему достаточно жестко, уже не является фактически прямым обещанием нового повышения, как в июньском заявлении. Теперь сигнал оставляет регулятору пространство для маневра на будущих заседаниях: «при развитии ситуации в соответствии с базовым прогнозом Банк России будет оценивать целесообразность дальнейшего повышения ключевой ставки на ближайших заседаниях». Таким образом, ЦБ не возвестил скорое окончание цикла ужесточения ДКП, стартовавшего в марте с отметки 4,25% годовых, но и не «гарантировал» очередное повышение в сентябре.

По итогам последней недели июля российские индексы смогли немного подрасти благодаря позитивной динамике мировых фондовых площадок и нефти, подогретой решениями Федрезерва США не менять процентные ставки и продолжить программу стимулирования экономики. Рост сдерживался опасениями замедления общемирового экономического восстановления из-за распространения нового штамма COVID-19 «дельта», что уже привело к ужесточению эпидемиологических ограничений в целом ряде стран. Карантинные

меры вернулись в Южной Корее и Сингапуре, к ним присоединились Вьетнам и Таиланд.

Уровень вакцинации в странах Юго-Восточной Азии остается довольно низким, что делает экономику региона уязвимой. □


ВДОХНОВЕНИЕ В ЦВЕТЕ!

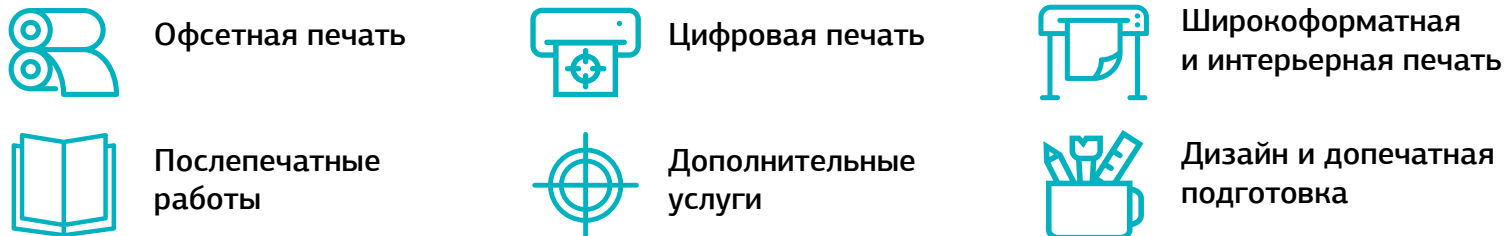
ПАРАДИЗ®

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



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

