

# Перебалансировка

В РАМКАХ ЕЖЕГОДНОЙ УРАЛЬСКОЙ КОНФЕРЕНЦИИ НАУФОР «РОССИЙСКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК» 12 ОКТЯБРЯ СОСТОЯЛСЯ КРУГЛЫЙ СТОЛ

Фотографии Андрей Порубов

С полным списком участников Круглого стола можно ознакомиться на сайте НАУФОР (<https://naufor.ru/tree.asp?n=26459>).

Модератор: Алексей Тимофеев.

**Алексей Тимофеев.** Коллеги, добрый день. Мы ждем подключения Михаила Мамута. Михаил, приветствую.

**Михаил Мамута.** Коллеги, очень рад всех видеть. Жаль, конечно, что общаемся в дистанционном формате, но так сложились обстоятельства. Тем не менее я от моих коллег знаю, что дискуссии проходят в теплой, дружественной обстановке. Думаю, и мое выступление будет воспринято позитивно, потому что оно направлено на развитие рынка; на ряд системных, стратегических инициатив в интересах рынка.

Алексей, я правильно понял, что ты мне передал слово? Я просто не слышал начала.

**Алексей Тимофеев.** Ты и начал, и отлично. Буквально два-три слова скажу предварительно: то, что всегда говорю в начале этого круглого стола.

Уважаемые коллеги, дорогие друзья, это особенная часть нашей конференции. За столом собираются те, кто был выступающим в сессиях, но ему есть еще что сказать, те, кто хотел бы прокомментировать сказанное в сессиях. Любые темы, кажущиеся вам злободневными, темы, которые мы почему-то забыли, — все они могут быть на этом круглом столе подняты.

Мы с Михаилом договорились, что круглый стол начнется с его выступления, посвященного предложениям Центрального банка по реформе требований к квалифицированным инвесторам. И поскольку мы неоднократно обращались к этой теме в ходе конференции, я предвижу довольно оживленное обсуждение.

Поздравляю с утверждением в Совете директоров. И тебе слово.

**Михаил Мамута.** Спасибо. Еще раз, коллеги, рад всех видеть. Я тоже рассчитываю на дискуссию и на то, что она будет конструктивной, потому что в целом мое выступление будет несколько шире. Я бы не сводил его только к реформе квалификации, я бы поговорил о той реформе, которую



регулятор на самом деле предлагает. Это комплексная реформа, которая направлена на достижение нескольких целей одновременно. Она, в первую очередь, будет существенным расширением возможностей для неквалифицированного инвестора на российском и международных рынках (тех, которые для нас открыты).

Подробнее остановлюсь на каждом пункте, в том числе, конечно, на требованиях к квалификации. Сначала пара общих соображений, почему эта реформа, на наш взгляд, показана и почему она показана сейчас.

Очевидно, что последние события, которые произошли в прошлом году и оказывают длящееся воздействие на рынок, вызывают необходимость определенной перебалансировки перечня финансовых инструментов, доступных неквалам и квалам. Мы знаем, что часть инструментов, которая пользовалась популярностью у определенной категории неквалифицированных инвесторов, стала теперь для них недоступна по обстоятельствам, не зависящим ни от нас, ни от вас. Так сложилась жизнь, мы принимаем это как есть. Но инвесторы должны иметь

достаточный выбор объектов для инвестиций. Мы считаем правильным серьезно поговорить о том, чтобы их возможности инвестировать на российском рынке были более комфортными, перечень доступных инструментов был шире.

Почему мы считаем это правильным? Потому что тот механизм тестирования, который вводили (не без дискуссий, но в конечном итоге ввели) несколько лет назад, — предполагает тестирование понимания неквалифицированным инвестором особенностей и рисков различных



сложных финансовых продуктов. С точки зрения регулятора, этот механизм показал свою эффективность. Появился тот инструментарий, который позволяет защитить инвестора от непонятного ему продукта с точки зрения последствий приобретения, дает возможность управлять (в том числе, ожиданиями убытков, потому что без убытков не бывает рынка). Все это приводит к тому, что мы видим возможность сейчас достаточно сильно продвинуться в сторону увеличения возможностей для инвестиций некавалинвестора в различные финансовые инструменты на базе созданных механизмов.

У меня просьба по презентации: я, скорее всего, не смогу ее сам листать, поэтому, пожалуйста, переключайте слайды. При этом я, коллеги, с вашего позволения, не буду останавливаться детально на каждой строчке. Вы можете их прочитать и сами. Я буду фиксировать или подчеркивать те вещи, которые мне кажутся наиболее важными.

Что именно предполагается сделать для некавалов, начнем с этого.

Первое. Мы считаем правильным расширить для некавалов доступность ряда инструментов: и с тестированием, и без тестирования. В частности, инвестиционные паи ЗПИФов на

рыночные финансовые инструменты, которые сейчас доступны только через тестирование, по нашему мнению, могут быть доступны без тестирования. Именно в силу того, что мы увидели в рамках тестирования хорошую сдаваемость этих тестов, их высокую проходимость. И мы понимаем, что рыночные инструменты дают достаточно корректное определение цен на инструменты, находящиеся внутри такого ЗПИФа.

Мы также считаем правильным расширить перечень простых облигаций, которые доступны некавалифицированному инвестору без тестирования. Сегодня это облигации с рейтингом

triple A (максимальный рейтинг). Но мы проводили анализ, который показал, что при снижении уровня рейтинга (например, до A+) не было существенного роста риска вероятности дефолта эмитентов: ни ретроспективно, ни превентивно. В то же время более простой доступ к этим бумагам оживит ликвидность в сегменте рынка облигаций ниже triple A для некавалов. И, соответственно, будет полезен рынку и одновременно интересен самому розничному инвестору.

Также, на мой взгляд, важной новацией, о которой стоит сказать отдельно, является готовность регулятора обсудить расширение перечня структурных продуктов с защитой капитала, доступных неквалифицированному инвестору. В свое время мы существенно ограничили возможность инвестировать в этот продукт, потому что выявили ряд серьезных проблем, связанных с недобросовестными практиками проектирования дохода, при которых выплата дохода, отличного от нуля, была практически невозможна — в силу сочетаний базовых активов, которые были заложены внутри.

Сегодня а) появилось тестирование, и оно нормально сегрегирует тех, кто понимает/не понимает риски и особенности структурных продуктов, и, кроме того, б) регулятор планирует ввести ряд требований к тому, как эти индексы рассчитываются. Благодаря этому перечень подобного рода инструментов может быть расширен.

Также мы думаем, что настало время поднять порог по «последнему слову» (совершение сделок в случае, если инвестор не сдал тест): на наш взгляд, увеличение со 100 до 300 тысяч рублей (в три раза) вполне показано. При этом мы не исключаем, что этот шаг может быть и чуть большим, обсуждаем это, в том числе с НАУФОР. Здесь дискуссия тоже продвигается вполне позитивно.

Будьте добры, следующий слайд. Что тоже, на мой взгляд, важно: доступность зарубежных ETF. Мы знаем, что ряд ETF из соответствующих юрисдикций более неквалинвестору недоступен в силу высоких инфраструктурных рисков. Но ETF есть и в дружественных юрисдикциях, эти фонды могут быть весьма интересными инструментами диверсификации рисков, создания более сбалансированных портфелей. К ним есть интерес со стороны и инвестора, и рынка. Мы готовы здесь сближать позиции. Но понимаем, что на восточных рынках (назовем их так) суперкрупных ETF нет. Поэтому считаем возможным снизить (может быть, в несколько этапов, это обсуждается, коллеги, с вами) требования к СЧА такого рода ETF в российской валюте до 10 млрд рублей со 100 млрд. Как я уже сказал, возможно, через ряд шагов, для того чтобы лучше контролировать риски.

Тем не менее, этот большой и серьезный набор мер (даже с учетом того, что он появится в несколько итераций) позволит существенным образом повысить общий интерес к рынку неквалифицированного инвестирования.

Теперь несколько слов надо сказать и о том, как Банк России видит ситуацию с квалинвестором (следующий слайд). Сама по себе возможность стать квалинвестором предполагает несколько каналов входа в этот сегмент, и это далеко не исключительно имущественный критерий (хотя больше всего вопросов вызывает именно имущественный критерий). Но есть разные критерии.

Есть критерий опыта совершения сделок, который нам кажется очень удачным, потому что он в значительно большей степени позволяет оценить квалификацию, которую человек получает в результате совершения таких сделок. Ряд крупных брокеров очень успешно и эффективно пользуются таким инструментом, как квалификация по объему сделок (не

по имуществу): вплоть до того, что у ряда брокеров эта цифра превышает 70%. Подчеркну еще раз, крупных брокеров. Поэтому сводить процедуру квалификации только к дискуссии относительно порога квалификации по имуществу, на мой взгляд, в корне неверно.

Кроме того, есть способ получения статуса квалинвестора по образовательному цензу: имею в виду диплом о высшем образовании. Есть теоретическая возможность получения статуса через специальный экзамен, но только при наличии специального сертификата. К сожалению, согласно действующему законодательству, сертификаты сейчас могут быть только международного образца. Это мы хотим поправить таким образом, чтобы расширить инвестору возможность становиться квалифицированным по любым признакам, которые подразумевают его квалификацию, ее оценку и проверку.

Регулятор не заинтересован в том, чтобы сокращать количество квалинвесторов или возможности ими стать. Наоборот, мы заинтересованы, чтобы люди, которые обладают должной квалификацией, могли стать квалинвесторами, понимая, что они делают, понимая последствия сделок, которые они совершают. Именно для этого мы предлагаем в рамках реформы расширить возможность квалификации по набору различных критериев, в том числе их сочетания.

Из наиболее важного. Мы предлагаем, скажу об этом еще раз, расширить возможность становиться квалинвестором по образованию. Сегодня такую возможность дают дипломы только четырех вузов, я имею в виду профильное образование в сфере финансов. На наш взгляд, это должно быть доступно для любых дипломов гособразца с соответствующим профилем.

Если у человека есть ученая степень, это еще более подразумевает его ква-

лификацию, чем высшее образование. Но сегодня, если есть ученая степень, это возможность стать квалинвестором не дает. Этот нюанс, на наш взгляд, отрицательный, мы его хотели бы устранить.

Больше того, мы видим возможность сочетания критериев: этого сейчас нет на российском рынке, но есть на разных международных рынках, в частности, в Европе. Участники справедливо говорят, что, например, в Евросоюзе сочетание имущественного критерия с каким-то иным (например, с опытом работы или образованием) позволяет в рамках предложенной сейчас в Евросоюзе реформы получить статус квалинвестора с более низким уровнем имущества. Там предполагается снижение с 500 тысяч до 250 тысяч евро. Но, повторюсь, только в сочетании с каким-то еще критерием. Самостоятельной возможности квалифицироваться по имуществу в Евросоюзе в рамках MiFID II — нет.

Мы считаем этот подход вполне справедливым. И, в частности, предлагаем возможность сочетать образование и имущественный критерий, сохранив имущественный ценз в этом случае, например, на уровне текущем либо близком к нему, при условии, что у человека есть близкое к финансовому образованию. Это может быть образование юридическое, может быть, даже иные виды образования, подразумевающие достаточно высокую базовую квалификацию. То же самое относится к опыту работы, опыту совершения сделок. На наш взгляд, комбинация этого критерия с критерием имущества может сохранять достаточно льготно-либеральный характер. Подразумевая, что их сочетание — это все-таки два канала входа, которые объединяются для создания инвестору возможности стать квалом.

Кроме того, мы хотим предусмотреть возможность сдачи специального экзамена. Слово «экзамен»

воспринимается не совсем так, как мы это предполагаем. Давайте я для определенности скажу: это не экзамен, а скорее тест, но тест расширенный, с более широким перечнем вопросов, чем специализированные тесты, подразумевающий понимание инвестором сути инструментов, доступных квалу (и, соответственно, рисков, с ними связанных). Такой расширенный тест, на наш взгляд, должен быть доступен либо бесплатно, либо за весьма умеренные деньги. Скорее все-таки второе, но это должно быть близко к себестоимости для любого человека, у которого, например, нет пока ни образования, ни опыта работы, ни достаточного количества денег, но уже есть желание и уверенность, что он может совершать сделки со сложными финансовыми инструментами. Например, это может относиться к старшекурсникам, которые еще не получили высшее образование. Но, если честно, многие старшекурсники вузов экономического профиля более образованы в этом смысле, даже чем люди, проработавшие на фондовом рынке 3–5–7 лет. Так что это тоже, на наш взгляд, хорошая опция.

Теперь, что касается собственно имущественного критерия (следующий слайд). Поясню еще раз нашу логику. Она заключается в том, что сегодня, когда мы анализируем природу проблемы, с которой сталкиваются люди, — выясняется, что это проблема формального окваливания. Причем это не только жалобы, это многочисленные сигналы, которые слышу я лично, которые слышат мои коллеги. Например: жена пришла в банк, там у супругов общий депозитный счет или просто она является держателем депозитного счета, ей предлагают подписать бумагу, что она будет квалом. Кто-то подписывает, кто-то спрашивает о деталях. Но, коллеги, здесь очень простой вызов. Дело не в количестве жалоб. Дело в том, что люди жалуются

на формальность подхода. Они говорят: «Да, у меня есть 6 миллионов, и что? Неужели само по себе наличие 6 миллионов означает, что я сразу понял и риски структурных продуктов без защиты капитала, и риски других сложных инструментов, доступных квалинвестору?» На этом базируется последующее недовольство.

Поэтому мы считаем, что сам термин «квалификация» все-таки предполагает (думаю, никто не будет с этим спорить серьезно) наличие квалификации и уже потом наличие имущества. Тем более что, говоря в нашем узком кругу, у нас требования к имуществу чрезвычайно либеральны не только по сумме, но и по составу. Включите следующий слайд, он очень хорошо это показывает.

Во всех проанализированных нами юрисдикциях (и развитых, и развивающихся) учитывается стоимость чистых активов. Причем кое-где это не любые активы, но активы только финансовой природы. В РФ же учитывается просто имущество, оно может быть сформировано на 100% за счет долга, за счет кредита, любого долгового обязательства, либо получено абсолютно случайным образом в виде разового дохода, который, строго говоря, не предполагает, что человек это заработал. Вот здесь наше основное беспокойство.

Предлагая повысить требования к имущественному цензу, мы хотим добиться двух целей. Во-первых, сделать получение статуса квалинвестора более осмысленным; во-вторых, последствия этого получения менее негативными и более управляемыми в случае понесения убытков. На наш взгляд, для того чтобы сохранить доверие к рынку квалинвесторов, это крайне важно.

И если мы с вами вспомним, какие же инструменты сегодня доступны только квалинвестору. Вы прекрасно знаете, что в основном это ценные бумаги недружественных стран, приоб-



решение которых по-прежнему связано с повышенными рисками. Плюс структурные продукты без защиты капитала. Мы знаем, что в случае наступления на рынке определенных риск-событий происходит обнуление таких продуктов или выплаты по ним далеко от номинала. Очень многие страны нагрелись на подобном, им приходилось решать массу проблем.

Для настоящего квалинвестора и тот, и другой инструмент вполне может быть интересен, и мы не собираемся здесь никак право инвестора ограничивать. Больше того, даже в случае повышения порога у человека остается возможность, во-первых, если нет достаточной сум-

мы, подтвердить свою квалификацию через расширенный тест, и это должно быть посильно и доступно; во-вторых, воспользоваться сочетанием критериев (образование плюс, например, имущественный ценз), то есть всеми возможностями.

Важно отметить, что сам по себе характер реформы предполагает ее: а) прозрачность и б) этапность. Об этом мы тоже договорились с рынком. Что значит прозрачность и этапность? Мы сразу обозначаем то, что предлагаем сделать и не раз обсуждали с рынком. Больше того, я думаю, что мы здесь серьезно пошли навстречу рынку: изначально предполагалось 30 млн

в один шаг, и это тоже, наверное, не было бы чрезмерным. Но мы понимаем, что рынку нужна адаптация. По нашей оценке, сейчас суммой 6 млн рублей располагает примерно 200–300 тысяч человек. Предполагается, что на первый шаг понадобится 180 дней. Но не буду скрывать, мы считаем возможным при необходимости увеличить длительность переходного периода до года. Этого времени уже достаточно для того, чтобы рынок и оставшиеся шестимиллионные инвесторы смогли определиться, хотят ли они становиться квалифицированными.

Я напомню, что после известных событий на нашем рынке в прошлом

году рынок квалинвесторов удвоился за несколько месяцев. То есть планка 300 тысяч рублей выросла до 600 тысяч именно благодаря тому, что люди захотели сохранить доступ к определенным инструментам. Потом рост рынка стал значительно более органическим, и за последний период, по нашим данным, количество квалов прирастает на 5–6% в квартал. Но тут уже вопрос к человеку: а хочет ли он становиться квалинвестором по имущественному критерию, приобретая одновременно с возможностями и повышенный риск?

Следующий шаг еще через год — подъем до уровня 24 млн рублей, который на данном этапе кажется достаточным. При этом, еще раз, мы не вводим понятие СЧА, это по-прежнему любое имущество (что проще с точки зрения администрирования и достаточно либерально). Большая просьба не забывать, что, еще раз: это не единственная мера, а набор мер. Например, можем быть сохранен уровень 6 млн рублей при сочетании с более-менее близким профильным образованием.

Есть еще одна идея, которой я хотел бы завершить свое выступление, мы тоже ее предварительно обсуждали с рынком. Вот в нашей юрисдикции пока нет такого самостоятельного критерия квалификации, как уровень дохода. Не имущества, а дохода, полученного за предшествующие год-два. А в большинстве юрисдикций он есть. Мы считаем, что это неплохой критерий. Возможность его введения в рамках реформы готовы тоже обсудить с рынком.

Почему этот критерий лучше, чем имущество? Потому что, когда человек получает стабильный доход, эти деньги ему за что-то платят. Маловероятно, что человеку начнут платить приличные деньги ни с того, ни с сего. Такая возможность существенно отличается от

возможности случайного получения имущества.

Поэтому критерии дохода мы готовы обсудить. Мы, более того, готовы здесь сохранить планку 6 млн рублей, но для годового дохода. Это даст рынку постоянный приток ликвидности, а регулятору — внутреннюю успокоенность и удовлетворение от того, что люди, которые будут получать статус квалинвестора по доходу, обладают достаточным уровнем интеллекта, достаточным уровнем опыта и способностью принимать осмысленные решения.

Тем самым мы, надеюсь, создадим достаточно гармоничную архитектуру, которая в достаточной степени поддерживает рынок квалифицированных инструментов, но не создает последующих серьезных рисков в случае наступления тех или иных негативных событий.

На этом хотел бы завершить. Буду рад ответить на вопросы. Но хочу еще раз сказать, что за этот год мы прошли с рынком очень большой пул дискуссий. Просьба это учитывать. У регулятора было уже семь, наверное, встреч в разных составах с рынком. В рамках дискуссии мы, как видите, считаем возможным идти навстречу по многим позициям, но с сохранением все-таки цели реформы. А целью является расширение перечня инструментов, доступных некалам, расширение возможности получить статус квала, но при повышении осмысленности последствий получения такого статуса. Плюс создание ряда принципиально новых инструментов получения статуса квалинвестора.

Надеюсь, что мы в ближайшее время эту дискуссию завершим, потому что она тянется уже год. Большинство предложенных мер может быть принято регулятором либо на уровне нормативного акта, либо на уровне

решения Совета директоров. И мы могли бы уже это сделать, но считали неправильным. Потому что, во-первых, мы действуем прозрачно и всегда стремимся достичь консенсуса в диалоге. И, во-вторых, это реформа комплексная, кажется неправильным делать ее частями.

Коллеги, у меня все, я буду рад участвовать в дискуссии и ответить на возможные вопросы.

**Алексей Тимофеев.** Уважаемые коллеги, Михаил, спасибо. Есть договоренность о том, что в середине следующей недели мы (несколько представителей) еще раз встретимся с Центральным банком. Я постараюсь обеспечить участие в этой встрече как управляющих компаний, так и брокеров для обсуждения реформы. Мы ее довольно долго и горячо уже обсуждаем, и действительно, основным камнем преткновения с Центральным банком остается повышение имущественного критерия. На встрече на следующей неделе мы хотели бы учитывать характер обсуждения сегодня, мысли, которыми вы решите поделиться, ваши комментарии, поэтому у вас есть возможность на этот счет высказаться. Давайте для начала вопросы к Михаилу.

**Роман Горюнов.** Да, у меня есть вопросы к выступлению Михаила.

**Алексей Тимофеев.** Роман, прошу.

**Роман Горюнов.** В выступлении прозвучало, что с рынком договорились про переход на уровни 12 и 24 млн рублей. Вот я хотел узнать, с каким именно рынком договорились, потому что я не очень знаю тех участников рынка, кто согласен. Так что: во-первых, с каким именно рынком договорились?

Второе: прозвучала фраза, что в прошлом году в результате запрета торгов иностранными бумагами количество квалов удвоилось. Но вот на предыдущей сессии Ольга Юрьевна показывала график, по которому ни-



какого драматического увеличения количества квалов не случилось, от слова «совсем». Наоборот, было произнесено, что рынок поступил абсолютно добросовестно, никакого принудительного окваливания клиента не происходит. Хотелось бы понять, откуда цифры относительно резкого всплеска окваливания со стороны участников рынка? У нас другие цифры.

И третье. Как, по-вашему, поможет ли предлагаемая реформа, например, управляющим компаниям увеличить количество квалинвесторов? У них сейчас 99% клиентов получают квалификацию именно по имущественному цензу, потому что в отношении управ-

ляющей компании все остальные критерии (например, опыт) нерелевантны. Клиент приходит в управляющую компанию не для того, чтобы активно торговать. Поэтому там проблемно применять критерий опыта.

**Михаил Мамута.** Ясно, спасибо. Я с конца начну, так будет проще. По поводу УК. Да, мы знаем, что у брокеров значительно более развиты другие критерии присвоения квалификации, помимо имущественного. Тогда как у управляющих компаний эта цифра близка к 98%. Но, во-первых, если более внимательно посмотреть на структуры распределения доходов граждан по депозитным счетам, то мы увидим,

что на диапазон 6–20 млн рублей приходится незначительная часть в объеме общего объема средств, располагаемых квалинвесторами. И то же самое произойдет, если считать по брокерским счетам. Основная страта — более 80% всех инвестиций квалинвесторов и остатков по депозитам — лежит в категории 25 млн рублей и выше. Поэтому само по себе увеличение с 6 миллионов даже до 24 миллионов вовсе не приведет к обнулению окваливания по имущественному критерию.

Цифрами, если надо, готовы поделиться, но мы этот анализ проводили. Это первое.



Второе. Наряду с имущественным критерием, регулятор вполне всерьез предлагает обсудить введение нового критерия — по доходам. И мне кажется, что те же самые управляющие компании вполне эффективно смогли бы им пользоваться. Больше того, в нашем понимании это частично совпадающие множества, то есть значительная часть инвесторов, квалифицируемых по имуществу, то есть имеющих приличный остаток на депозитных счетах — это ровно те инвесторы, которым это позволяет доход. И, как я уже говорил, это нормально. Нас смущает та часть имущественной квалификации, которая не связана с регулярным получением приличных доходов. Это второй критерий, который тоже, мне кажется, не приведет к серьезным последствиям даже по УК.

Теперь в отношении второго вопроса, об увеличении количества квалов. Я бы все-таки просил быть поаккуратнее с терминами, не передегивать. Я вообще-то, не говорил, что мы какие-то претензии здесь имеем к качеству окваливания, нет. Я совершенно четко сказал, что люди, которые хотели (с учетом появившегося ограничения) получить статус квалиинвестора, получили его в рамках установленного порядка, спокойно: кто по критерию опыта, кто по критерию имущества, кто по другим критериям. Здесь не подразумевалось недобросовестности.

Что касается темпов прироста. Я не вижу сейчас табличку Ольги Юрьевны, обязательно с ней сверюсь. Строго говоря, я опираюсь примерно на те же самые данные. Если можно назвать их более точно, я буду за эти цифры благодарен. Вполне можно обсудить.

Теперь, наконец, первый вопрос. Мне кажется немного неэтичным в лоб обозначать, с кем именно это обсуждалось: если люди захотят, они сами это сделают. Но суть даже не в этом.

А в том, что регулятор серьезно пошел навстречу рынку, потому что предлагается этапность, пошаговость, время для адаптации, снижение пределов. Спасибо. Попробовал ответить.

**Алексей Тимофеев.** Я сделаю только одно заявление. Во всех переговорах по этому поводу тему имущественного критерия мы резервировали. Были отдельные (тактические, на мой взгляд) темы, как-то: круг структурных продуктов, доступных неквалифицированным инвесторам, восточные ETF, некоторые другие темы, в которых мы добились продвижения. Я, Миша, к тому говорю, что, когда прозвучала фраза «пусть эти люди сами признаются», тут неловко себя почувствовали сразу несколько сидящих за столом. И я пытаюсь и за них тоже сказать: нет, я не знаю никого, кто бы на этот счет четко дал свое согласие. Эта тема откладывалась всегда, и по ней договоренностей не было.

**Михаил Мамута.** Тогда я не понимаю, почему люди испытали неловкость. Мне кажется, причин для неловкости в этом случае быть не может. Ладно, не будем это сейчас всерьез обсуждать. Хорошо, будем считать, что это предложение мы сделали рынку по итогам обсуждения. Так всем будет спокойнее. О'кей.

**Алексей Тимофеев.** Все остальное рынку нравится, ну почти все остальное рынку нравится. Тема имущественного критерия в значительной степени самостоятельная, если у нее будет самостоятельное решение, то реформа в остальной части будет горячо рынком поддержана.

Екатерина, пожалуйста.  
**Екатерина Черных.** Спасибо большое. А сама цифра 24 млн рублей каким образом родилась? Почему не 15 миллионов, не 100, а именно 24? Что стало основанием признать именно такой мощный ценз?

**Михаил Мамута.** Да, спасибо большое. Я напомним, что изначально (на тот

момент времени и по тому курсу, когда считалось) это были более-менее те же цифры, что в Евросоюзе. Но только в Евросоюзе это двойной критерий, как я уже говорил, а в РФ он самостоятельный. И там это СЧА, а у нас любое имущество. Это первое пояснение.

Второе пояснение относительно логики. Шаг с 6 миллионов к 12-ти — это просто индексация на накопленную инфляцию. Я напомним, что когда-то было 3 миллиона, в 2015 году уровень 3 миллиона был индексирован до 6 миллионов. И вот сейчас индексация на 2023 год дает 12 миллионов рублей. К моменту, когда реформа завершится, эта цифра будет больше 12 миллионов в любом случае. То есть это просто признание факта обесценения денег за прошедший период. Шаг свыше 12-ти миллионов до, условно, 24 — это снятие рисков формального окваливания. Не до нуля, но их снижение.

Я уже говорил про страты по распределению остатков по депозитным счетам, которые мы внимательно смотрели. Очень хорошо видно, что основной объем лежит в диапазоне 25 млн плюс, любой банкир может это спокойно проверить. Но именно внизу этой линейки основной риск связан с формальностью окваливания.

**Екатерина Черных.** А насколько уместным вы считаете применять западные квалификационные требования к российскому рынку? Потому что средние доходы там и здесь сильно отличаются. И, может быть, мы могли бы на эту тему рассуждать в 2021 году. Но в 2023 году говорить о том, что в России вводится такой мощный ценз, потому что он таков на европейском рынке, — это не очень уместно. На европейском рынке нашего инвестора не ждут. И, может быть, нам пора ориентироваться на собственные критерии?



**Михаил Мамута.** Я не говорил, что мы устанавливаем эти критерии, потому что в Европе они такие. Вы меня спросили относительно базовой логики анализа, а любой анализ должен учитывать максимум возможных факторов. Мы смотрим международный опыт, но не копируем его, а используем рациональный внутренний подход, который основан, в первую очередь, на сегментировании по сбережениям и по остаткам на брокерских счетах. И в сочетании с оценками, которые делаем, опираясь на получаемые жалобы. Жалобы, которые я упоминал в контексте разговора про формальное окваливание, никогда не приходили

от людей с большими остатками на счетах.

Строго говоря, разница между чистыми активами и всеми активами с учетом долга — очень большая. И в этом смысле 24 миллиона, о которых мы говорим сейчас, это значительно более либерально, чем 24 миллиона в перерасчете на любую валюту, если бы это были США.

Если интересно продолжить, давайте обсудим, не вопрос.

**Екатерина Черных.** У меня еще следующий вопрос. Не могу успокоиться, извините.

Хорошо, вы ввели критерии. Но вы лишаете людей прав (между прочим, гражданских прав) приобрете-

ния любых активов, хотя они готовы нести за свои сделки ответственность и не жаловаться в Центральный банк. Почему мы не можем оставить последнее слово за инвестором? Давайте разработаем стандарты раскрытия информации, разработаем стандарты, по которым клиент акцептует, что он понял все свои риски. И даже если его нельзя признать квалифицированным инвестором, то имеет право совершить сделку с тем активом, который для него интересен, без права жалобы в Центральный банк.

**Михаил Мамута.** Сильное предложение. Его надо обсудить, в том числе с инвесторами: готовы ли они полу-



чить все эти бонусы за отказ от права на защиту. Да, может быть, такие найдутся. Но, если говорить более серьезно, то вы сейчас торпедировали саму концепцию квалификации, сказав, что она не нужна, если человек согласен принимать на себя риски. Даже в том случае, если он их не понимает и даже не в состоянии оценить.

Об этом стоит поговорить. Но напомним, что система квалификации розничных инвесторов во всем мире (не разделяя на развитые, развивающиеся рынки) появилась несколько десятилетий назад именно потому, что подход, о котором вы сейчас говорите, оказался не очень рабочим. Почему он

оказался не очень рабочим? Человек осмысленно может принять на себя только те риски, которые осознает. Если он риски не осознает, то может согласиться с чем угодно. Если он не знает, что на Луне нет воздуха или под водой нельзя дышать, то спокойно подпишет бумагу, что готов лететь на Луну без скафандра, если ему там пообещают земельный участок, или под водой опуститься на 10 км, если там будет россыпь алмазов. Нельзя требовать от человека осмысленного согласия с тем, чего он не понимает. В этом же вся модель.

Тем не менее, еще раз: мы никак не ограничиваем право человека на

распоряжение своим имуществом, от слова «ни разу». Больше того, если человек понимает риски, но, например, у него нет 24 млн, а есть 8 млн, однако он понимает риски этих инструментов и готов осознанно эти риски принимать, — вернемся к тесту. Сдавая тест, он, по сути, подтверждает понимание этих рисков, получает возможность спокойно инвестировать. Никто никого, мне кажется, не обижает, не лишает никаких прав. Это же и есть механизм подтверждения понимания рисков, связанных с инструментом.

**Екатерина Черных.** Правильно ли я услышала, что одним из критериев признания квалиинвестором будет те-

стирование по каждому продукту или вообще по всем продуктам? Сдаешь тест и, в принципе, тебя признают квалифицированным инвестором, так?

**Михаил Мамута.** Спасибо большое, что вы этот вопрос сформулировали. Кстати, нелишне упомянуть, что сейчас квалификация по каждому инструменту происходит отдельно. Мы предлагаем этот анахронизм убрать и, в идеале, сделать единую базу квалинвесторов. Это обсуждаемый вопрос, он сейчас не является ключевым. Но в любом случае квалификация либо есть, либо нет. Должна быть одна квалификация для доступа ко всем квалифицируемым финансовым инструментам, особо сложным.

Соответствующий экзамен по своей природе является расширенным тестом. Этот тест должен быть достаточным для оценки понимания рисков тех инструментов, которые в настоящее время относятся к категории доступных только квалинвесторам. Список может меняться со временем, я этого совершенно не исключаю. Больше того, когда-то мы, скорее всего, придем к тому, что этот список будет вообще относительно волатильным, будет обсуждаться с рынком, согласовываться. Сегодня он какой есть, такой есть. Да, это расширенный тест, который позволит оценить знание и понимание этих рисков человеком.

**Екатерина Черных.** Этот тест будет делать НАУФОР или ...

**Алексей Тимофеев.** А этот вопрос я как раз хотел задать. Кто будет разрабатывать этот тест, как этот тест будет приниматься? Или спрошу так: будет ли разрабатывать, например, НАУФОР такой тест, подобно тому, как он разрабатывается для неквалифицированных инвесторов в целях допуска к некоторым из инструментов? И может ли тест приниматься самими профессиональными участниками так

же, как принимается сегодня тест для неквалифицированных инвесторов для доступа к некоторым финансовым инструментам?

**Михаил Мамута.** Спасибо большое. Поскольку мы еще не дошли до обсуждения таких деталей в нашей внутренней дискуссии, то окончательного ответа у меня нет. Прежде, чем на него ответить финально, нужно это обсуждать подробнее.

Назову те моменты, которые уже понятны.

Первое: сдача теста должна подразумевать объективность стороны, его принимающей. То есть мы должны реализовать такой механизм, который исключает заинтересованность стороны в том, чтобы клиент его сдал. Потому что, если сторона заинтересована, если не стоит четких фэйрволов, то, безусловно, это может подталкивать к помощи, к подсказкам, соответственно, с теми или иными последствиями.

При этом я не исключаю и даже, наверное, приветствую вовлеченность рынка в процедуру разработки этих тестов. Опыт сотрудничества в рамках создания модели тестирования для квалинвесторов оказался весьма успешным. Ведь вопросы писало профсообщество, регулятор их обсуждал, верифицировал, утверждал, но первой была рука рынка. Никто лучше рынка, вероятно, не знает риск тех или иных сложных инструментов. Поэтому думаю, что здесь есть хорошая почва для дискуссии. Но надо обсуждать дополнительно и более глубоко.

**Алексей Тимофеев.** Михаил Братанов, Росбанк.

**Михаил Братанов.** Екатерина уже задала, по сути, мой вопрос. Правда, я ответ так и не понял. Почему европейский гражданин, проинвестировав 300 своих зарплат, может быть признан квалинвестором, а нашему граждани-

ну надо проинвестировать 3 тысячи зарплат, чтобы быть признанным таковым.

**Михаил Мамута.** Ну, вроде мы договорились, что не опираемся на международный опыт. Тем не менее, если вы предлагаете продолжать сопоставление, отвечу: потому что европейский гражданин не имеет возможности квалифицироваться только по имущественному критерию. И про это почему-то все постоянно забывают. Это первое.

Второе. Предлагаемый нами критерий квалификации по доходу — это новая идея, которая, на наш взгляд, в существенной степени снимает проблему. И да, надо посчитать, какое количество медианных зарплат разумно, оправдано для российской экономики в текущих условиях для того, чтобы этот критерий ввести. Там, на мой взгляд, серьезное поле для консенсуса, осмысленного и осознаваемого всеми сторонами.

**Алексей Тимофеев.** Еще вопросы? Олег Чихладзе.

**Олег Чихладзе.** Олег Чихладзе, «БКС». По сути, тот же самый вопрос. Американский гражданин может же квалифицироваться только по уровню либо дохода, либо уровня капитала? И тот же самый вопрос о медианных зарплатах. Мы, с одной стороны, говорим, что в России эта модель появилась, потому что мир до нее дошел. Потом говорим, что мы на международный опыт не опираемся. Это наша новация, чисто в России. Но мы все-таки опираемся на международный опыт, потому что в презентации мы видели и Сингапур, и Австралию, и США, и референс именно на международный опыт. Так давайте приведем этот опыт к нашему уровню дохода. Это первое.

А второе: если мы индексируем уровни, то давайте опираться на уровень зарплат, тоже хотя бы будет понятна



логика, почему мы корректируем имущественный ценз. А так получается, что (в моем представлении) изменения есть, но не очень понятно, на что они опираются. И не на инфляцию, и не на международный опыт, и не на средние зарплаты. Тогда на что?

**Михаил Мамута.** Коллеги, давайте еще раз, видимо, это надо несколько раз повторять. Первое: мы не опираемся на международный опыт, но мы учитываем международный опыт. Именно поэтому мы провели широкий анализ не только по двум-трем развитым юрисдикциям, но и по другим юрисдикциям: развивающимся и так далее. И вышли на обобщение.

Второе. Почему в России берется за критерий больше медианных зарплат, чем в условной Америке. Ответ простой: потому что это везде стоимость чистых активов за вычетом долга. Больше того, в большинстве юрисдикций это еще и активы, имеющие близкое отношение к финансовым активам. Нам просто казалось, что считать СЧА более сложно с точки зрения администрирования. Кроме того, сумма, может быть, будет и меньше, но фактически она будет больше, если соотносить это с грязными активами, назовем это так, совокупно.

**Алексей Тимофеев.** Мне не кажется, что вам удаются вопросы. Получаются

уже и комментарии. Не собираюсь мешать этому. Если вы готовы комментировать, то давайте начнем комментировать.

**Олег Чихладзе.** Как мы поймем, что реформа в итоге привела нас туда, ради чего проводилась? Какие критерии, метрики в экономике мы должны увидеть, чтобы сделать вывод, что это был правильный выбор, что в итоге это помогло всем, а не просто создало напряжение на рынке?

**Михаил Мамута.** Спасибо. Вопрос о метриках далеко не такой простой. На самом деле, любые метрики могут быть спорными и неочевидными. Кто-то скажет: есть хорошая метрика

объема инвестиций розничных инвесторов в российскую экономику. Пусть она составляет не икс процентов от ВВП, а два икс процентов от ВВП. На это тут же кто-то возразит, что, если мы начинаем «загонять инвесторов в одни виды внутренних инструментов», то на самом деле не увеличим объем инвестиций, а уменьшим, потому что у человека исчезнет возможность диверсифицироваться, и он переедет. Поэтому к метрикам нужно относиться аккуратно.

Нас интересует в целом рост располагаемых инвестиций для экономики, безусловно, при этом с возможностью сохранения диверсификации вложений. Поэтому мы готовы расширять перечень доступных дружественных иностранных инструментов не только для квалов, но и для неквалов, я об этом специально говорил. И, безусловно, каждый раз, когда пишется стратегия, вопрос о метриках является, по сути, ключевым.

Важной метрикой для нас (по крайней мере, с точки зрения оценки) является удовлетворенность самого инвестора. Мы проводили несколько фокус-групп, результатами делились на недавней конференции в РБК. Больше того, этим делились и участники групп, которые находились в зале, и блогеры, которые так или иначе представляют интересы инвесторов. Все они говорят о том, что людям не нравится формальное окваливание с точки зрения последствий. Сами инвесторы говорили, что хотели бы, чтобы риски, которые они на себя принимают в результате окваливания, были более прогнозируемыми и понятными.

Именно поэтому идея расширенного теста, который опирается на успешный опыт ведения тестирования для неквалов, мне кажется разумным балансиrom. Этот балансиr обеспечивает сохранение любого доступа для

тех, кто понимает риски и оценивает последствия своего инвестирования. Мне кажется, это нормальный баланс, я не очень чувствую, в чем его фундаментальный изъян.

**Алексей Тимофеев.** Олег, еще один комментарий?

**Олег Чихладзе.** Просто уточнение. Я правильно понимаю, что, помимо удовлетворения, других критериев успешности сейчас не установлено, и перед реформой их не было? Просто стоит задача повысить удовлетворенность без привязки к благосостоянию или еще к чему-то?

**Михаил Мамута.** Нет, это не так. Главным для оценки, с точки зрения человека, является именно рост его благосостояния. Но ведь рост благосостояния основан на осмысленном поведении, верно? Вряд ли благосостояние может вырасти, если человек ведет себя неосмысленно. Ну, за исключением случайных совпадений в виде лотерейного билета. Кстати говоря, неслучайно выигрыши по лотерейным билетам тоже никакого счастья, как показывает статистический анализ, никому почти не принесли: быстро заработали, быстро и потеряли.

Так вот, рост благосостояния — это производная от осмысленности поведения на финансовом рынке, если мы говорим про инвестиции. Да, мы хотим, чтобы инвестиционное поведение было более осмысленным.

Больше того, мы не так давно проводили серьезное научное исследование, оно называется: «Поведенческая экспертиза» (мы делились его результатами, можем еще раз поделиться), с использованием ресурса Московской биржи. По широкому перечню инвесторов был проведен соответствующий анализ, который показал, что на самом деле имущество на квалификацию не влияет вообще никак, а влияет опыт совершения сделок. И инвесто-

ры, кто инвестирует свыше двух лет, отличаются значительно более, скажем так, осмысленным поведением на финансовом рынке. Они выбирают финансовые инструменты, они выбирают инвестиционные стратегии, опираясь на внутреннее понимание. Они в значительно меньшей степени подвержены влиянию различных советчиков, будь то телеграм-каналы, соседи, друзья, участники рынка, — неважно, кто угодно. Инвесторы с опытом инвестирования меньше года, и следующая когорта — с опытом меньше двух лет (но у категории до года это особенно сильно выражено), при совершении сделок на инвестиционном рынке опираются на простоту совершения и на тот фон, который создан вокруг того или иного инструмента. То есть они подвержены влиянию, по сути. Это и есть принципиальная разница: устойчивость инвестиционного поведения при выборе той или иной стратегии.

А инвесторы, которые сейчас квалифицируются по имуществу (не все, но значительная часть из них), конечно, не имеют никакого опыта совершения сделок на финансовом рынке, попадая тем самым во вторую когорту.

Давайте мы еще раз поделимся этим исследованием. Мне кажется, рынок пытается провести устойчивую длящуюся идею, что реформа не основана ни на каком анализе. Это совсем не так, в основе ее лежит глубокий анализ поведения человека. Это осмысленные шаги, и они, скажу еще раз, никого ни в чем не ущемляют, но делают рынок более сбалансированным на длительную перспективу. Спасибо.

**Алексей Тимофеев.** Я просто поста-раюсь соблюсти очередность. Сергей Рыбаков, «Альфа-Банк».

**Сергей Рыбаков.** Я хотел бы предложить Центральному банку, коль уж скоро мы отчасти ориентируемся на



зарубежный опыт, посмотреть чуть поближе. Меня не очень беспокоят Европа и США, но зато сильно беспокоят наши близкие друзья, а именно Казахстан и Армения. Коль скоро мы говорим о клиентах уровня affluent, никому из них не составит большой сложности сесть в самолет, долететь до Еревана или Алма-Аты, без особых проблем открыть счет в казахском банке и в армянском брокере. Как клиент различных брокеров из этих стран могу сказать, что там можно купить все. К чему это приведет, если мы достаточно сильно закрутим гайки? По-моему, это приведет к тому, что наши граждане либо останутся

один на один с финансовым сообществом стран А и К, в технологических и профессиональных качествах которого я сильно сомневаюсь по своему опыту, либо фактически нужно будет высаживать десант в эти страны и подхватывать своих граждан, которые уже там оказались. Прошу этот фактор учитывать.

Михаил Мамута. Спасибо большое. Я коротко, если можно, прокомментирую. Мы этот фактор, конечно, видим. Больше того, мы видим, что какая-то часть людей этот выбор уже сделала. Это их выбор, мы никак на него не влияем. Больше того, этот выбор был ими сделан сейчас без какого-либо

ограничения. Мы прекрасно понимаем, что это просто осознанное желание человека инвестировать таким образом. Его имущество, его право. Как мы можем на это влиять?

Но, возвращаясь к вопросу, что произойдет в ходе реформы? На мой взгляд, ничего не произойдет плохого. Потому что мы абсолютно не лишаем человека, который осознанно инвестирует, продолжать это делать, вне зависимости от того, сколько у него имущества. Больше того, мы расширяем для него такие возможности.

Я напомню, что идея специального теста даст возможность получить статус квала человеку, у которого и

3 млн рублей, и 2 млн и 1,5 млн. И не надо будет ему никуда уезжать, он спокойно и осознанно проинвестирует в любые сложные финансовые инструменты, которые доступны квалинвестору. Так вот, если он принимает свой выбор осознанно, то никакого аргумента в пользу переезда в другую юрисдикцию у него дополнительно не возникнет. Сдача теста для человека, понимающего, что он делает... Ну, хорошо, это займет час его жизни. Но это всего час за всю жизнь, реально. О чем мы говорим? Человек хочет инвестировать 5 млн рублей и ему жалко потратить час, чтобы проверить, понимает ли он, во что собирается инвестировать?

А если люди хотят инвестировать неосознанно, они просто говорят: «Отстаньте от меня, я готов выкинуть все свои деньги, главное, чтобы мне не мешали это делать». Ну, во-первых, я думаю, что таких людей не так много, потому что все-таки люди обычно деньги считают, а большие деньги считают особо хорошо и риски взвешивают. Но если малая толика таких людей найдется, то им переезд в другую юрисдикцию вряд ли поможет с точки зрения заработать.

**Алексей Тимофеев.** Владислав Кочетков, «Финам».

**Владислав Кочетков.** Я про поведенческую экономику, даже, скорее, чистую психологию, когда данные исследования используются, чтобы оправдать уже сложившуюся точку зрения. Михаил говорит, что имущественный фактор не влияет на осознанность поведения инвестора, поэтому надо поднять имущественный фактор. Хотя было бы логично его просто убрать, ведь он все равно ни на что не влияет. Давайте без имущественного фактора. Просто тестирование, это удобно.

Михаил говорит, что инвестор не хочет, чтобы его искусственно оквали-

вали. Но если опросить инвесторов, то 99,9 скажут, что они не хотят, чтобы ЦБ выбирал за них, какую бумагу они могут покупать, а какую не могут. Уверен практически на 100%.

И насчет того, что, если он едет в Казахстан, то делает это осознанно: это называется «последнее слово за клиентом», только другая интерпретация. Давайте тогда дадим возможность «последнего слова» в России, чтобы человек здесь все тратил... Если мы говорим, что осознанность — важный фактор, то пусть клиент осознанно скажет, что хочет торговать этой бумагой. И снова будет то же самое «последнее слово».

Хотя у меня чуть про другое был вопрос. Один вопрос по делу, другой традиционно нет, но важный.

По делу. Я вот не могу понять, как управляющие компании и квалификация инвестора вообще связаны между собой? Если я принес деньги в УК, то отдал их человеку, который по умолчанию является высококвалифицированным управляющим активами. И причем тут квалификация владельца счета, зачем она, я не понимаю.

Похожая тема связана с инвестсоветниками. Нам когда-то, когда институт инвестсоветников только вводился, господин Швецов обещал посмотреть пару лет: если никого из инвестсоветников не посадят (а посадят обязательно), то будет разрешено считать их рекомендацию альтернативой квалификации. Насколько я понимаю, никого не посадили, а рекомендация до сих пор как была необязательной (она обязательна только для включения в реестр), так и остается необязательной. То есть квалификация в разрезе УК и инвестсоветников нужна ли?

И вопрос не по делу. Это про текущую запретительную квалификацию юрилиц. Может, мы юрилиц пакетом

освободим от прохождения процедуры квалификации? Их-то за что?

**Михаил Мамута.** Спасибо большое за вопросы. Для ответа на часть из них, я думаю, потребуется участие моих коллег, в том числе Ольги Юрьевны, которая присутствует сейчас в зале, и коллег из ДСФ, которые в зале не присутствуют (по крайней мере, я их не увидел, извините) и которые исторически отвечают за квалификацию юрилиц. Тем не менее, все эти дискуссии можно и нужно провести. Спасибо еще раз, что вы эти вопросы поднимаете. Я пока поделюсь своим мнением, возможно, Ольга Юрьевна прокомментирует иначе. Но у нас же дискуссия, это нормально.

Значит, что касается УК. Я напомним, что, по-моему, до 40% активов в составе стандартных стратегий может быть активами, предназначенными для квалинвесторов, и такие инструменты могут быть доступны неквалам. Это как раз и учитывает квалификацию самого управляющего.

Если мы хотим обсуждать эту историю дальше, то я точно прошу Ольгу Юрьевну прокомментировать, потому что здесь вопрос все-таки шире, он не относится только к защите прав, он относится в целом к балансу интересов разных участников рынка. Но все-таки это не нулевая позиция, 40% — совсем не нулевая позиция.

Про инвестсоветников. Не знаю, Сергей Швецов сейчас в зале? Сергей Анатольевич бы лучше ответил на этот вопрос, наверное. Я так скажу: мы верим в то, что институт инвестсоветников может быть весьма полезен, в том числе для приобретения тех сложных инструментов, которые человек сам не понимает. Тут есть два нюанса. Первое — это, скажем так, качество регулирования и качество самих инвестсоветников.

Вот НАУФОР за последнее время оштрафовала ряд публичных инвест-



советников (опять же не называя фамилии), в том числе известных. Потому что Ассоциация сочла их деятельность не вполне отвечающей тому, как должны себя вести инвестиционные советники. И правильно, если было за что. У меня нет никаких сомнений, что должна быть достаточно жесткая модель надзорного реагирования на недобросовестное поведение на этом рынке. Но, если мы доведем регулирование рынка инвестсоветников до ума, если сделаем инвестсоветы длящимися, не разовыми... Мы же хотим, чтобы человек принимал на себя риски квалинструментов не только в момент совершения сделки, но на длительность жизни этих квалинструментов, значит, совет должен быть длящимся. Да, это будет сближать инвестсоветников с управляющими. Ну и что. Во многих юрисдикциях это выбор человека. То есть здесь можно поговорить. Есть отдельная рабочая группа по инвестсоветникам в рамках экспертного совета Банка России по защите прав розничного инвестора, мы эти темы там обсуждаем. Когда дискуссия завершится (приглашаю к ней всех заинтересованных участников рынка, это приветствуется), то мы с удовольствием расширим возможности для инвестиционных советников в плане продажи сложных финансовых продуктов тем, кто захочет такой опцией воспользоваться.

Ольга Юрьевна, хотите ли вы прокомментировать дополнительно?

**Ольга Шишлянникова.** Возможно, я прослушала некоторые слова, Михаил Валерьевич, в вашем выступлении. Но 40%, про которые вы говорили — норма такая есть, она для управляющих компаний, для фондов неквалифицированных инвесторов. Но такой нормы нет для индивидуального доверительного управления. И нет ее по очень простой причине. Поставить такую норму без изменения

закона о рынке ценных бумаг нельзя: в силу той ответственности, которая предусмотрена сейчас законом о рынке ценных бумаг для доверительных управляющих. Поэтому в следующем году есть в планах работа с 482-П. В той части, в которой сможем, мы готовы рассматривать возможность предоставления доверительным управляющим возможности инвестировать долю каких-то активов, в том числе, в квалльные инструменты. Но надо будет еще раз вернуться, Михаил Валерьевич, к обсуждению того, как надо поменять ответственность профессиональных участников рынка ценных бумаг (в том числе, инвестиционных советников). Ответственность, которая предусмотрена сейчас для квалльных инструментов. Но в целом я согласна это обсуждать, да.

**Михаил Мамута.** Возможно, меня плохо слышно. Ольга Юрьевна, я ровно это и сказал, а все дальнейшее надо обсуждать. Но я так и думал, что у нас не будет здесь разногласий. Спасибо.

**Виктор Немихин.** Виктор Немихин, независимый инвестиционный советник. Не заключил агентского соглашения ни с одной профессиональной организацией.

Мне очень понравился термин «осознанность», я бы хотел его немножко расширить. Мне за последнее время довелось посмотреть на портфели инвесторов, которые бы прошли по квалификации через критерий 6 млн рублей и 24 млн. Тот ужас, который находился в этих портфелях, никоим образом квалификацией не защищается. Большинство из них на вопрос «как это там оказалось?» ответило, что таков был совет менеджера. Вот такая осознанность.

У меня есть несколько риторических вопросов. В рамках панели, но тоже про осознанность. Вот смотрите, мы хотим ввести ИИС-3 и поднять горизонт инвестиций до 10–15 лет.

При этом на панели было сказано, что прежде клиенты жили полгода, а теперь начали жить дольше. Это не биполярное расстройство, это нормально? Почему-то на сайте SEC есть учебник по инвестированию, а на сайте Центрального банка учебника по инвестированию нет. Почему-то на сайте Нью-Йоркской фондовой биржи нет учебника по техническому анализу, а на сайте Московской биржи он есть.

Екатерина сказала, что 90% инвестиционных советников обозначили горизонт инвестирования как один год, а в анкете риск-профилирования Charles Schwab написано, что, если клиент приходит с горизонтом инвестирования меньше трех лет, то ему положены только депозиты и фонды денежного рынка. Мне интересно, какие рекомендации дали инвестиционные советники с горизонтом инвестирования в один год?

**Алексей Тимофеев.** Виктор, не совсем соответствует теме обсуждения. Я просто уверен, что через некоторое время Михаил должен будет отключиться, вы сберегите эти темы для продолжения обсуждения.

**Михаил Мамута.** Алексей, прошу извинить, на самом деле-то Виктор дело говорит. Он очень правильные вещи говорит, глядя глазами самих инвесторов. Я потом это прокомментирую, если можно. Когда он закончит выступать, я два слова скажу. Спасибо.

**Алексей Тимофеев.** Я не сомневаюсь в том, что Виктор говорит дело. Именно поэтому он сидит здесь, за этим столом.

**Виктор Немихин.** Я постараюсь очень коротко. Вот Роман Горюнов очень правильно говорил по поводу гемблинга. Но только гемблинг начался не с момента, когда зарезали возможность чтения отчетов, гемблинг продолжается достаточно давно, практически все время существования.



Мы говорим, что экономике нужны длинные деньги. Но, к сожалению, старое исследование (свежего не видел) гласит, что люди располагают деньгами на сроки порядка трех лет, но размеры банковского депозита составляют порядка одного года. То есть это машинка превращения длинных денег в короткие. Я думаю, что брокер выполняет абсолютно ту же функцию.

А лично мне, в моей работе больше всего приходится сталкиваться с двумя заблуждениями, и я им проигрываю.

Заблуждение первое. Я думаю, все знают исследование SPIVA от S&P, которое говорит о том, что число активно управляемых фондов, которые могут

обогнать индекс, на горизонте 10 лет составляет менее 10%. Но большинство инвесторов считают, что, активно торгуя, он заработает больше.

Ну и вторая идея, что нужно не диверсифицироваться и формировать инвестиционный портфель, исходя из своего риск-профиля, а подбирать инвестиционные идеи. Этой идее я абсолютно точно также проигрываю. На этом спасибо.

**Михаил Мамута.** Виктор, спасибо. Мне кажется очень важным и полезным то, что у нас звучат разные точки зрения, это создает некую сбалансированность дискуссии. Когда рынок говорит только с регулятором, а регулятор — с рынком,

то выпадает, собственно, тот инвестор, для которого это делается. Вы в некотором смысле сейчас для меня являетесь голосом инвестора, пусть опосредованным. Пожалуй, со всем, что вы сказали, согласен и не считаю нужным тратить время на комментарии.

Один сутевой комментарий: почему на сайте ЦБ нет учебника по инвестированию. Это бы рассматривалось как совет ЦБ, с учетом нашего уровня патернализма, который существенно отличается от уровня патернализма других стран. Последствия были бы тоже понятные.

Хочу сказать пару слов о том, что сделано. У нас есть специально создан-

ная Ассоциация развития финансовой грамотности, в ее работе, кстати, принимают участие многие участники рынка: сильные, компетентные, профессиональные. В том числе, присутствующие в этом зале. И эта ассоциация уже год ведет аккредитацию учебных программ по инвестиционной грамотности. На сегодня, насколько помню, там аккредитовано четыре программы, в том числе Московской биржи. Этот список все время пополняется, после соответствующей экспертизы, что очень важно. Вот это, по сути, и есть то, что рекомендует регулятор, но образом, который все-таки предполагает независимую экспертизу, а не только наше мнение.

В целом, еще раз большое спасибо, я с удовольствием бы продолжил с вами дискуссию по инвестсоветникам.

**Алексей Тимофеев.** Уважаемые коллеги, Сергей Золотарев, «Октан».

**Сергей Золотарев.** Да, Сергей Золотарев, «Октан-Брокер». Можно, я как раз про инвестсоветников? Больная тема.

**Алексей Тимофеев.** Сергей, насколько это поможет нашей дискуссии о критериях квалифицированных инвесторов?

**Сергей Золотарев.** Мне поможет.

**Алексей Тимофеев.** Могу я попросить отложить этот вопрос? Михаил, я также согласен с каждым словом, которые сказал Виктор и собирался сказать Сергей. Но я не хочу, чтобы тебя отвлекли другой темой, не той, ради которой ты согласился участвовать в нашей конференции.

Коллеги, пожалуйста, вопросы или комментарии, которые помогут продолжить дискуссию с Михаилом по поводу критериев квалифицированных инвесторов.

**Михаил Мамута.** Друзья, через 20 минут мне нужно будет отключиться. Но кто сказал, что мы можем встретиться только в таком формате? На следующей неделе продолжим дискуссию, как

договорились. Мы всех рады видеть 100%.

**Алексей Тимофеев.** Тогда я как модератор все-таки попрошу участников с нашей стороны сконцентрироваться на вопросах, имеющих отношение к теме встречи с Михаилом.

**Олег Чихладзе.** Чихладзе Олег, БКС. У меня очень короткий вопрос. А нет ли связи между уровнем патернализма в надзоре за квалдами и количеством длинных денег, собранных в финансовых инструментах? Потому что российский патернализм отличается от тех примеров, на которые мы ссылаемся, в большую сторону, а количество длинных денег отличается в меньшую сторону. Может, связь есть, и поэтому имеет смысл снизить уровень этого патернализма?

**Михаил Мамута.** Это очень хороший и очень серьезный вопрос. Ответить на него за минуту я не смогу, но могу дать направление, в котором мы думаем, и в котором, в том числе, сейчас с вами находимся в рамках дискуссии.

Безусловно, патернализм влияет на очень многие факторы выбора, последствия выбора и способность принимать на себя эти последствия. Нельзя, конечно, сказать, что патернализм, который мы видим в поведении инвестора, какой-то особенный. Скорее, это общее следствие сложившегося отношения к государству, ожиданий от государства в случае наступления тех или иных риск-событий в более широком смысле. Об этом надо говорить с людьми, которые серьезно занимаются проблемой патернализма, с институциональными экономистами. Мы с ними беседуем.

Вот сейчас, например, мы находимся на финальной стадии разработки (совместно с Минфином, с другими органами власти) стратегии повышения финансовой грамотности и формирования финансовой культуры до 2030 года.

Теме, о которой мы сейчас говорим, там уделено особое внимание.

Но я бы сказал, что, если говорить о факторах, влияющих на выбор, на поведение и на последствия этого выбора, то кроме патернализма, который действительно подразумевает ожидание защиты, большую роль играет потеря денег на фондовом рынке. Хотя это нерационально с точки зрения рационального поведения, ждать здесь поддержки странно, потому что это осознанный выбор инвестора. Это следствие недостаточной осознанности и недостаточного уровня культуры принятия решения.

Но есть еще один очень важный фактор — это фактор доверия. Доверия как в общем смысле, к разным институтам, так и к финансовому рынку, в частности. И в тех странах, где уровень доверия низкий (насколько помню, в России он не очень высокий, были такие независимые исследования), это приводит к потерям экономики на трении. Трение возникает на всех этапах цепочки: сбыта, поставок, потребления, инвестиций и так далее. Вопрос о доверии — это вопрос о долгосрочности инвестиций. И есть интересная зависимость между уровнем общего доверия и ВВП, в том числе ВВП на душу населения. Стоит на это посмотреть и стоит сделать определенные выводы.

Поэтому в рамках новой стратегии мы будем рады позаниматься темой повышения доверия к финансовому рынку, осознанности поведения, которое как раз и должно привести, в том числе, к более долгосрочной стратегии. Потому что такое высокое доверие означает в том числе более высокую толерантность к риску, а осознанность поведения означает, что человек в состоянии ставить себе инвестиционные цели не на год, а на три, пять, семь, десять лет. Выбор стратегии на его стороне, но



я соглашусь, что индексная стратегия, наверное, самая выигрышная, если мы говорим о длинном горизонте, хотя это тема для отдельной дискуссии. Спасибо еще раз.

**Алексей Тимофеев.** Екатерина?

**Екатерина Черных.** Спасибо. Скажите, пожалуйста, Михаил Валерьевич, вы видите возможным заключить общественный договор между рынком и Центральным банком, в котором мы на старте этой реформы согласуем и определим метрики, по которым будем, так сказать, взвешивать результаты реформы? Сделаем это публично, раз в год будем смотреть. И если по этим метрикам реформа окажется неудач-

ной, мы сделаем шаг назад, вернемся к той ситуации, как есть сейчас. И будем думать о том, каким образом развивать осознанность наших инвесторов, не меняя структурно критерии квалифицированного инвестора.

**Михаил Мамута.** Подход интересный, но, мне кажется, смысл общественного договора заключается немножко не в этом. Общественный договор — это договор об определенных принципах взаимодействия, принципах доверия. Когда мы говорим о конкретных целях, это, скорее, инструменты, которые используют в стратегии. И у нас есть этот документ, он называется «Стратегия развития финансового рынка». В нем

сформулированы вполне конкретные цели, в том числе по инвестициям в привязке к различным показателям — и абсолютным, и относительным. Этот документ публичный, все его видели. И в этом же документе заложена реформа, о которой мы сейчас говорим, она возникла не сегодня и не вчера. Она включена туда как один из элементов, который нужно выполнить для того, чтобы достичь поставленных целей. Так что эта работа на самом деле уже проведена.

Что касается того, достигнем мы целей или не достигнем и какие выводы на этом основании надо делать, я бы так сказал: большинство сидящих



здесь людей не один год уже работает на финансовом рынке. Наверное, они видели многие национальные стратегии или стратегии развития конкретных рынков. Далекое не все цели, описанные в этих документах, были достигнуты. Но это не является фактором, который единственно оценивает успешность или неуспешность стратегии, потому что мы живем в меняющемся мире, на который действует масса факторов внешних и внутренних, плохо поддающихся прогнозированию, и управляем мы часто этими рисками уже в процессе.

Скорее, стратегия — это ориентиры. Сейчас мы имеем и стратегию развития

финансового рынка, и вытекающие из нее основные направления развития. В новой стратегии будут свои индикаторы, связанные с доверием, связанные с уровнем финансовой культуры. Это тоже будет влиять на достижение поставленных целей.

Но если будет необходимо, мы, конечно, соберемся и подумаем, что еще нужно поправить всем вместе, чтобы быть более успешными и эффективными. На сегодня мы исходим из того, что понимаем в моменте. Но мы не можем заранее предугадать, что произойдет в мире, в стране, в обществе через год, два или три. Просто надо быть готовым ко всему.

Так что я вас приглашаю к диалогу, давайте встретимся, поговорим про метрики и про доверие, как мы могли бы вместе на это повлиять.

**Екатерина Черных.** Спасибо вам огромное, что вы затронули тему неопределенности. Может быть, в ситуации неопределенности есть смысл хоть что-то оставить стабильным и не менять, пока не прошла высокая турбулентность. И приступить к внедрению реформы через три года, через четыре года, когда ситуация будет, может быть, более спокойная или, по крайней мере, появятся стабильные траектории развития?

**Михаил Мамута.** Учитывая контекст реформы, контекст, в котором мы все на-

ходимся, как раз сохранение неопределенности несет для всех большие риски. Мы стараемся эту неопределенность снизить хотя бы в том смысле, в котором можем на нее влиять, четко обозначая сроки, этапы и делая оценку последствий.

Один из квалинструментов является весьма рискованным для инвестора. И мы не хотим этот риск накапливать, позволяя ему реализоваться в любой момент повторно по не зависящим от регулятора обстоятельствам. Поэтому, совершая реформу в установленные сроки, мы доступным образом стараемся эти риски минимизировать. Минимизировать в части не до конца осознаваемых рисков вложений в те или иные инструменты. Никак не мешая людям, которые эти риски осознают, продолжать делать то, что они считают правильным и нужным.

**Алексей Тимофеев.** Да, прошу вас.

**Иван Рыжиков.** Добрый день, коллеги! Рыжиков Иван, «Тинькофф». Я хотел бы присоединиться к коллегам, которые уже высказались. Чтобы не создавалось ложного впечатления, будто проблема квалификации волнует только четырех представителей профсообщества. У меня будет пара замечаний.

Михаил Валерьевич, я думаю, не совсем корректным было утверждение по поводу незначительности страты инвесторов с активами от 6 до 25 млн, учитывая более-менее нормальное распределение там. На предыдущей сессии Ольга Юрьевна показывала презентацию, где были цифры по активам клиентов на брокерских счетах. Там в группе, имеющей от 6 до 50 млн рублей активов, состояло более 123 тысяч человек, по-моему. В следующей страте (активы от 50 млн рублей и выше) была уже, по-моему, около 12 тысяч всего. Легко сделать предположение, что страта только с брокерскими активами клиентов от 6 до

24 млн насчитывает около 100 тысяч человек, может быть, даже больше. Это первый комментарий.

И по поводу учета международного опыта при разработке данной реформы. Алексей Тимофеев на предыдущей сессии говорил, что, согласно международному опыту, клиенты могут просто декларацией подтвердить, что обладают необходимым опытом и обладают *netto* активами на сумму (в зависимости от юрисдикции) 100, 150-200 или 300 тысяч в иностранной валюте. Спасибо.

Планирует ли Центральный банк как-то учитывать и применять опыт именно декларирования со стороны клиентов? Это упрощает проблему администрирования, Михаил Валерьевич, если вы примете критерий *net* активов.

**Михаил Мамута.** Спасибо большое. Начинаю опять же хронологически с конца. У регулятора предусмотрено, что требования к проверке информации устанавливаются отдельно, и мы готовы обсудить, какие именно требования к какой информации будут достаточны с точки зрения общих последствий. Но это открытая тема, мы не отказываемся ее обсуждать, это просто следующий этап, он очень значимый, но он более технический, он следует за концептуальными вещами.

Надо посмотреть. Например, в модели оценки ПДН (предельной долговой нагрузки) используются разные подходы, разные модели, которые равнозначны, и с какими-то ограничениями позволяют банку проверять ПДН, опираясь в каких-то случаях и на декларативные формы сообщения этой информации. Но, еще раз: мы это должны обсудить более подробно. Я сейчас, скорее, реагирую на то, что вы сказали, чем даю финальный ответ.

Что же касается ответа на первый вопрос. Мы проводили более-менее агрегированный анализ банковской системы, и,

согласно этим данным, объем депозитов с остатками в диапазоне от 5 до 20 млн рублей составляет менее 15% от общего объема остатков на депозитах, а объем с остатками выше 20 млн — в районе 40%. У меня нет этих цифр под руками, прошу к ним не относиться как документальному факту, но все-таки основной объем сосредоточен в диапазоне 25+. Мы готовы эти цифры еще раз вместе посмотреть, потому что Банк России опирался на то, что говорили банки.

Про брокерские счета сейчас сходу не скажу, это, наверное, Ольга Юрьевна лучше помнит, но думаю, там тоже основной объем — довольно приличные остатки на брокерских счетах, если говорить об индивидуальных остатках. Конечно, мы это все в анализе учитываем.

И международный опыт мы именно учитываем. Мы не принимаем автоматических решений, но, конечно, учитываем и ошибки, и достижения коллег, понимаем, с чем они были связаны, ведь там многие тоже учились, обжигаясь. Сделали что-то, обожглись, улучшили. Это нормально. Но факт в том, что мы вполне себе можем позволить в этом диалоге выбирать решения, которые оптимальны на сегодня. А когда наступит завтра, будем думать о нем. Это живой мир, никуда не деться. Спасибо еще раз за хороший вопрос.

**Алексей Тимофеев.** Оживление за этим столом связано с тем, что люди иначе представляют себе статистику вкладов и брокерских счетов. Просто я к тому, что если приводились цифры, на которых основана позиция, то эти цифры неправильные. Если в оборот поступят правильные цифры, то, может быть, и позиция изменится.

**Роман Горюнов.** Некорректно сравнивать количество инвесторов и общий объем инвестиций, потому что один инвестор может иметь триллион рублей,

и что с того? Надо по количеству людей смотреть, а не по остаткам.

**Михаил Мамута.** Мне казалось, что для рынка остатки все-таки важны, потому что это и есть ликвидность и объемы, соответственно.

А второе, Алексей, ты меня уж извини, но ты делаешь жесткие утверждения, правильно — неправильно, а на чем базируешься ты? Банк России анализирует те данные, которые нам предоставили банки. А ты базируешься сейчас на чем, когда говоришь, что это неправильно?

**Алексей Тимофеев.** Я базируюсь на статистике Банка России, видимо, той самой, которая базируется на статистке банков, так что это...

**Михаил Мамута.** Никого не хочу расстраивать, но эта часть статистики не публикуема. Мы ее собирали через специальные запросы, через специальный анализ, поэтому не очень понятно, о чем идет речь.

**Алексей Тимофеев.** Разве публичная статистика Центрального банка отражает иные цифры?

**Михаил Мамута.** Какие? Я же спрашиваю, какие именно, ты можешь прокомментировать?

**Екатерина Андреева.** 85 тысяч человек имеют банковские остатки больше 20 млн рублей.

**Михаил Мамута.** Я сейчас не про количество говорил, коллеги, я ни разу не сказал про количество. Если мы заговорили про количество людей, не про объемы, то статистика такая: 98% вкладчиков имеют остатки ниже 1,4 млн. Ну и что? Это явно не квалинвесторы. Мы все-таки говорим о том, что на долю квалинвесторов (которых 2% от общего количества брокерских счетов) приходится около 75% всего объема инвестирования. А если дальше смотреть на структуру портфеля, то мы увидим, что по объему она смещена в сторону более крупных

остатков. Если мы хотим количество посчитать, то, очевидно, оно не очень велико, да.

**Михаил Братанов.** Извините, отреагирую. Если говорить о неквалинвесторах, то ведь, во-первых, никто не знает, что у них есть в других юрисдикциях, в сейфовых ячейках и еще где-нибудь. Ну, есть у них 1,4 млн на счете российского брокера, и что?

**Михаил Мамута.** Я просто отвечал на вопрос по количеству. Ничего.

**Алексей Тимофеев.** Значимым-то как раз представляется количество...

**Михаил Братанов.** Мне кажется, одна из задач рынка — достать все из матрасов, из других юрисдикций и привести сюда, на российский финансовый рынок.

**Екатерина Черных.** Ну да, на рынок долгосрочного капитала.

И еще один очень важный момент. Дело в том, что сейчас нарождается молодое поколение IT-специалистов. У них очень высокие доходы, они довольно быстро могут собрать капитал в 6 млн и начать работать на финансовом рынке. При этом у них прекрасное образование, математическое или физическое, но не экономическое и не юридическое. Соображают великолепно, считать умеют лучше нас.

До тех пор, пока они не аккумулируют капитал 24 млн, они не смогут выйти на рынок [как квалинвесторы]. Многие из этих ребят работают, в том числе, на зарубежные компании, находясь на территории Российской Федерации. Они хотят более широкую инвестиционную декларацию, они хотят инвестировать в те компании, для которых разрабатывают программное обеспечение. Им теперь придется ждать уже не три-четыре-пять лет, придется ждать фактически в четыре раза дольше. И вопрос: захотят ли они ждать здесь или они захотят уехать? Этот вопрос стоит очень остро, если честно. И, насколько я знаю, сейчас

наше государство планирует усиливать возможности того, чтобы этот интеллектуальный ресурс оставался в стране.

**Михаил Мамута.** Отличный вопрос. Есть, мне кажется, очень хороший, позитивный ответ для всех этих ребят, в том числе для тех, у кого пока нет даже 6 млн, но они умные, интеллектуально развитые и готовы понимать, что делают. Именно для них вводится новое понятие расширенного теста, о котором я говорил. Оно позволит любому из них стать квалинвестором с любым объемом инвестиций.

А для тех, кто уже встал на ноги и нормально зарабатывает, мы предлагаем ввести второй критерий — по доходу, а не по активам. Он тоже очень хороший, потому что позволяет решить поставленный вами вопрос вторым способом. Их возможности стать квалинвесторами расширяются, а не сужаются, и их желание инвестировать здесь, наверное, вырастет. По крайней мере, ну уж точно не снизится.

**Алексей Тимофеев.** Владимир?

**Владимир Крекотень.** Да, Владимир Крекотень, Московская биржа. Мне кажется, что сейчас тот самый момент, когда можно предложить метрики успеха, если так можно сказать, для реформы. Вот сейчас затронули очень хорошую тему, что квалами смогут становиться новые категории лиц, и их может становиться больше и так далее. Давайте просто зафиксируем для себя скорость прироста этих квалов на текущий момент: за предыдущий год, например. И сформулируем задачу, что затраты времени на то, чтобы клиент стал квалом, должны, на мой взгляд, снижаться. Мы же должны упрощать доступ инвесторов на рынок. Это первое.

Второе. Наверное, скорость прироста этих инвесторов должна расти, темп прироста должен расти. Если этого не



происходит, тогда, значит, реформа зашла не в то русло и надо бы ее опять корректировать. Немножко статистики: 9,6 трлн рублей «физиков» в инвестиционной системе — это брокерские счета и УКашки, совокупно 9,6 трлн рублей.

Инвесторов, которые хотя бы один раз в год совершают хоть какую-то сделку, — 6,7 млн человек. А всего за участниками рынка стоит 27,5 млн инвесторов, и квалов из них 617 тысяч, по-моему. При всем при этом пересечение крупных клиентов с квалами не одинаковое. На 500 тысяч клиентов приходится 4 трлн активов в системе фондового рынка. Я думаю, что здесь много экспертов, кто может сейчас

примерно сказать, сколько у этих клиентов денег за пределами финансового рынка. Я думаю, там еще где-то 14 трлн рублей, если правильно посчитать, поприкидывать.

Так вот, мне кажется, что следующей очень важной метрикой для нашей реформы защиты прав инвесторов должен быть, наверное, переток объема их средств из других инструментов в инструменты финансового рынка. Там, я думаю, мы можем найти и 14 трлн, и 30 трлн рублей. Мы тогда хорошо эту реформу сделаем, когда количество неосознанно проинвестировавших людей (или доля их от объема этих инвесторов) не будет увеличиваться.

Плюс метрика 30 трлн рублей на следующие пять лет, и сохранение, как минимум, невысокого процента тех, кто после жалобы оправданно признается протерпевшим. Вот мне кажется, что такие четыре метрики могли бы нам через год-два-три показать, в том ли направлении идет индустрия или не в том. **Михаил Мамута.** Спасибо. Я, если можно, тоже прокомментирую коротко, Владимир. Спасибо за идеи. Комментарий следующий.

Первое. В идеальном мире, где все совершают осмысленные действия по собственной воле, понимая последствия, эта реформа приведет к очевидному расширению количества



квалинвесторов. Просто из-за того, что у них будет больше возможностей становиться квалинвесторами. В неидеальном мире мы допускаем, что часть тех, кто сегодня становится квалом по имущественному критерию, становится таковым неосмысленно. Отсюда проистекают проблемы. Да, расширенный тест даст возможность стать квалом без высокого порога входа, потому что сегодня порог входа (6 млн рублей) высокий, для многих начинающих инвесторов он недоступен. Те, кто хотят стать квалами, с помощью экзамена эту проблему решат. Но только в том случае, если они захотят становиться квалами, мы же их не будем заставлять. Это будет выбор человека. Если он его осознанно делает, то да, он станет квалом. Поэтому здесь простая метрика — чем больше возможность, тем больше квалов — является правильной, но с поправкой на то, что решение остается за самим человеком. Оценить решение, наверное, не так просто, но возможности мы создадим.

Что же касается более глобальных метрик, то все-таки стратегия развития финрынка предполагает рост инвестиций не только благодаря квалам и не только благодаря реформам, а благодаря значительно более широкому набору действий, которые предпринимает Банк России, в том числе для развития самого финансового рынка.

Мы должны не забывать, что интерес к инвестированию также зависит от количества эмитентов, от количества интересных бумаг (как долговых, так и долевого), от роста индексных фондов, их разнообразия, доступности и всего остального. Есть вторая сторона медали: если самого рынка нет, ты хоть всех сделай квалами, но они все равно в этот рынок ничего не инвестируют, потому что не во что. Ну, уедут все квалы через цепочку, которую

мы понимаем, уедут в иностранную юрисдикцию, например, а экономике от этого насколько лучше станет? А насколько благосостояние человека от этого вырастет?

Еще раз, все метрики комплексные. Они уже предложены в стратегии развития финансового рынка. Если мы сделаем все, что там описано, и обстановка будет достаточно благоприятной, то и получим то, что хотим. В том числе, рост инвестиций. Спасибо.

**Алексей Тимофеев.** Я, может быть, согласен с тем, что дело не в метриках. Мне кажется, главная задача этой реформы должна была заключаться в том, что мы вот эту часть людей, для которых важен доступ к определенному кругу финансовых инструментов, для финансового рынка не потеряем. Так вот, я думаю, что беспокойство сидящих за этим столом связано с тем, что мы таких инвесторов потеряем, по тем или иным причинам: они будут искать доступ к тем инструментам, которых лишены, в других местах или откажутся от инвестиций. На российском финансовом рынке их деньги останутся у кого где: в депозите ли, под матрасом ли. Мы ведь должны не навредить, правильно? Это единственная метрика, на мой взгляд, которая возможна.

Что касается стратегии развития финансового рынка, то я могу, наверное, сказать о том, что у НАУФОР свое отношение к этому документу. Я совсем не считаю, что этот документ позволяет развивать российский финансовый рынок. Там нарушен баланс. Там мер, которые подавляют ликвидность и интерес к российскому рынку, больше, чем мер стимулирования. Я к тому, что это не самая очевидная вещь. И вот прямо сейчас решается, что конкретно в соответствии с этой стратегией будет сделано. Действительно ли она окажется стратегией развития финансового рынка, и мы, как минимум, не навре-

дим? Либо она не разовьет финансовый рынок несмотря на то, что будто бы предназначена к его развитию.

**Михаил Мамута.** Позволь, я отвечу коротко, потому что, к сожалению, время у меня кончилось, мы общаемся без пяти минут два часа, очень интересное общение. Но я хотел бы все-таки прокомментировать то, что ты сказал.

Вот мы в результате реформы создадим для человека возможность выбора. С одной стороны, можно потратить, условно, час на сдачу экзамена, если нет 6 млн рублей. И получить возможность инвестировать в статусе квалинвестора. С другой стороны, можно сесть на самолет, полететь в другую юрисдикцию, пройти там определенные процедуры, открыть счет. После этого можно инвестировать во все то же самое, во что человек может инвестировать в Российской Федерации, сдав в течение часа тест.

Если ты хочешь сказать, что в этой ситуации большинство людей выберет второй путь, то, поверь, оно выберет его не из-за того, что придется сдавать тест и не из-за повышения требований к имуществу. А из каких-то совсем других соображений, на которые реформа никак не влияет. А реформа сама по себе, повторяю, расширяет возможность становиться квалами тем, кто хочет и может это себе позволить.

Коллеги, прошу извинить, если я не сумел ответить на все вопросы либо есть еще темы для дискуссии. Но у нас открытый диалог, мы очень его ценим, я очень благодарен всем, кто сегодня высказывался критически, это очень важно для качества всего, что мы делаем. Уверен, что мы в самое ближайшее время продолжим эту дискуссию в Москве, но это был очень полезный «круглый стол». Всем огромное спасибо, в том числе за терпение.

**Алексей Тимофеев.** Михаил, спасибо за комментарии, за твое участие. Всего доброго. *(Аплодисменты)*



**Михаил Мамута.** Спасибо. До свидания, коллеги.

**Алексей Тимофеев.** Уважаемые коллеги, мы можем продолжить обсуждение этой темы или вспомнить другие, на ваше усмотрение. Соображения гуманизма через полчаса заставят меня вас всех отпустить.

Я обещал Сергею Золотареву дать возможность высказаться. Сергей.

**Сергей Золотарев.** Да, я хотел, во-первых, сделать ремарку, не успел при Михаиле Валерьевиче, по поводу того, что взрослые, состоявшиеся люди, построившие дома и воспитавшие детей, не очень любят, когда их экзаменуют по любому поводу. Это тоже может быть

препятствием, и окажется, что лететь на самолете лучше.

Но я хотел сказать немного про другое. Влад Кочетков вспомнил хорошее высказывание Сергея Анатольевича Швецова по поводу инвестсоветников, рекомендация которых может помочь избежать окваливания, так скажем. Я тоже вспомнил это высказывание и некоторые другие надежды, которые мы возлагали на индустрию независимых инвестсоветников, когда по ней принимались нормативные акты. Она не состоялась, это факт, индустрии независимых инвестсоветников у нас нет. Так давайте зададимся вопросом, почему ее нет. Наверное, в первую оче-

редь, потому что инвестсоветники не имеют возможности совершать сделки от имени клиентов или подавать поручения брокеру, как принято во всем мире. Это номер один.

Частный случай такого управления счетами клиентов есть в виде автоследования. Но у меня здесь вопрос: кто такие авторы стратегии в российском автоследовании? Почему они имеют регуляторный арбитраж с инвестсоветниками, которых регулируют? Почему повесили на брокеров процедуру определения, квалифицированный ли это автор стратегии или неквалифицированный, допустим ли мы [к автоконсультированию] того автора или не допустим? Это

вроде бы не дело брокеров. Почему мы аккредитуем ПО, спектр реализации которого огромен, его невозможно засунуть в рамки?

На мой взгляд, при разработке нормативной базы по инвестсоветникам Банк России ставил, в том числе, цель вывести из рынка серого доверительного управления большую часть участников. А что мы получаем по факту? Текущая ситуация, наоборот, поощряет людей оставаться в серой зоне, никоим образом не стимулирует их выходить из этой серой зоны и становиться инвестсоветниками, попадать под регулирование. Она создает регуляторный арбитраж с нотариальными доверенностями или другими способами управления активами клиента. Создает несправедливую конкуренцию между инвестсоветниками в штате инвестиционных компаний и независимыми инвестсоветниками.

Наверное, кратко все на этом. Такой набор хаотичных, может быть, вопросов. Но мне кажется, если серьезно распутать этот клубок, то в результате может получиться, в том числе, что нет потребности окваливать массу клиентов. Что более комфортную среду для неквалифицированных инвесторов можно создать через работу индустрии независимых инвестиционных советников. Спасибо.

**Алексей Тимофеев.** Что бы ты мог предложить?

**Сергей Золотарев.** Я бы предложил, во-первых, вводить в России обычный менаджмент экаунтс — точно так, как это действует во всем мире. Независимый инвестсоветник на основании соглашения со своим клиентом должен иметь возможность давать поручения брокеру, у которого хранятся активы его клиента. Это номер один.

Индустрия автоследования должна быть реформирована, потому что она создает непонятный арбитраж. Кто такие авторы стратегии, почему нет требо-

вания, что они должны быть инвестсоветниками?

Здесь клубок проблем. Я не знаю, с какой стороны его правильно ухватить и распутать. На самом деле можно делать и так, и так. Можно сказать: пусть авторами стратегий будут все. Но тогда дайте независимым инвестсоветникам возможность управлять счетами клиентов, как это сделано во всем мире. Или, если мы хотим всех ввести в регулирование, давайте тогда авторов стратегии сделаем инвестсоветниками в обязательном порядке. Но регуляторный арбитраж надо каким-то образом устранять.

**Алексей Тимофеев.** Я думаю, что регуляторный арбитраж носит временный характер.

**Сергей Золотарев.** Временный характер длится уже очень долго. Четыре или пять лет.

**Алексей Тимофеев.** В силу того, что имеется несколько неразрешимых вопросов. Управлять счетом можно и сейчас, получив доверенность. Разрешить кому-то — это означает запретить другим. Есть юридическая коллизия. Это не очень работает пока. И у нас есть причины думать, что это не сработает в ближайшее время.

А вот по поводу индивидуального предпринимателя – доверительного управляющего...

**Сергей Золотарев.** Подождите, давайте не путать с доверительным управляющим. Доверительное управление — это принятие активов на себя, это создание кредитного риска. Пусть доверительным управлением занимаются большие, хорошие компании с лицензиями. Инвестсоветник не должен заниматься доверительным управлением. Это управление счетом клиента, который открыт у большого кастоди, у большого брокера.

**Алексей Тимофеев.** Это доверительное управление. Ну, я понимаю, что строго формально нет.

**Сергей Золотарев.** В России нет.

**Алексей Тимофеев.** Именно поэтому авторы стратегии не являются доверительными управляющими. Ну и инвестиционными советниками не являются, просто потому что, если вы им предложите получить этот статус, никто из них не получит, нереалистично на это рассчитывать. Запретить их значит запретить этот бизнес для брокеров, которые нашли решение в том, что принимают на себя все риски, связанные с отсутствием статуса у авторов стратегии.

**Сергей Золотарев.** Мы якобы решили какую-то проблему, которую поставил Банк России как проблему того, что внутри больших брокерских компаний существует серое доверительное управление. Ну, о'кей, теперь они все инвестсоветники. Но мы же подразумевали, что индустрия независимых инвестсоветников будет расти. На нее, как Сергей Анатольевич правильно говорил, возлагались надежды, а оказывается, это не так. Я хочу заострить эту тему.

**Алексей Тимофеев.** Хорошо.

Следующий Володя.

**Владимир Крекотень.** Я, наверное, в продолжение предыдущей дискуссии хотел еще сказать, что давайте мы тогда, может быть, предложим в качестве одной из метрик, что квалом можно стать, не знаю, за четыре часа, или за пять часов, или за два часа. Что затраты времени и сил на окваливание должны быть фиксированными. И тогда, наверное, это будет работать хорошо. Ты хочешь мне возразить?

**Роман Горюнов.** На это никто не согласится.

**Владимир Крекотень.** Почему нет? Когда ты идешь учиться на водительские права или получаешь лицензию на оружие, в этих пунктах стоят очереди. Там тебе говорят, что ты в среднем можешь это сделать за шесть часов, то

есть тебе надо проинвестировать шесть часов своего времени для того, чтобы пройти обучение и получить лицензию. Шесть часов, прекрасно. Давайте сделаем так, что, если ты хочешь осознанно инвестировать на российском рынке, то должен проинвестировать шесть часов своего времени. И если ты не дурачок, то за шесть часов сможешь это сделать. Потому что иначе вообще критериев не будет. Это первое.

В той дискуссии, которая будет идти в Москве, надо четко сформулировать Definition of Done, то есть, что следует считать позитивным результатом.

Следующий пункт (не успел его изложить при Михаиле Валерьевиче) такой. На рынке сейчас 622 эмитента. Индустрии вывода компаний на фондовый рынок (когда эмитента проводят через стадии Pre-seed, Seed, A, B, C, потом Pre-IPO и IPO) в России сейчас нет. Была когда-то международная индустрия, сейчас все цепочки порвались. Вот сейчас мы должны вырастить на месте 622 эмитентов, не знаю, 3 тысячи (мне нравится эта цифра) эмитентов для российского инвестора. Более того, российские инвесторы уже покупали примерно такое количество эмитентов, просто тогда большая часть эмитентов была не российскими, а иностранными. Поэтому у нас в стране есть спрос на 3 тысячи инструментов, вот только инструментов нет.

Сейчас надо выстраивать всю цепочку, так сказать, импортозамещения. Если молодая компания мечтает получить финансирование через инструменты финансового рынка, то неминуемо придется расширить количество квалинвесторов. Нехорошо допускать к таким инвестиционным инструментам некавалов. Хотя краудинвестинг сейчас позволяет на какой-нибудь профильной платформе проинвестировать в проект такого рода.

Поэтому мы должны эту индустрию сейчас максимально, если так можно

сказать, обелить. Чтобы любая молодая команда, ищущая финансирование для своего проекта, могла, в итоге, разместить свои инструменты на бирже. Только тогда можно будет сказать, что все те меры, которые мы обсуждаем, работают совсем хорошо. Потому что, решив задачу количества эмитентов, мы не решим задачу роста капитализации российского рынка. А эта задача, в свою очередь, неразрывно связана с тем, что инвестору придется принимать чуть больше рисков, поскольку он инвестирует на более ранней стадии. Система осознания этих рисков должна быть к такому готова. Мне кажется, что этого вопроса сейчас на повестке нет, мы его не обсуждаем.

Извините, сейчас сформулирую третий тезис и заканчиваю. Когда летел сюда, в аэропорту уже видел точки, где, насколько я понял, выдают международные банковские карты, которые работают по всему миру. В Москве в крупных торговых центрах стоят пункты PayAnyWay (вроде так это называется), там тоже можно все оформить. Вот я думаю, что буквально через годик финтех додумается до того, что как только человек открывает в торговом центре карточку международного банка, то через приложение получает возможность инвестировать по всему миру.

Это означает, что нашему инвестору, который не готов квалиться здесь по нашим требованиям, не надо будет делать ничего особенного, он просто в торговом центре откроет по паспорту карточку, сдаст свою международную биометрию, и все. И мы потеряем тех молодых айтишников, о которых говорила Катя. Они в «Сити» работают и в «Сити» же эту карточку могут открыть.

**Роман Горюнов.** Да они уже открыли все счета в Binance, им куда ехать не надо.

**Алексей Тимофеев.** Спасибо.

Валера?

**Валерий Лях.** Да, я хотел коротко Володе ответить. Давайте, когда обсуждаете тематику, использовать чисто финансовую индустрию. Потому что как только мы уходим в область получения водительских прав или лицензии на оружие, то можем, извините, сами себя закопать. Ты говоришь, что для получения оружейной лицензии нужно шесть часов, но это только на получение разрешения хранить дома гладкий ствол. А чтобы получить нарезной ствол, нужно еще пять лет и дальше.

**Олег Чихладзе.** Не знаю, будет ли моя реплика уходом в сторону. Мы обсуждаем, как я понял, порог квалификации, который является частью реформы. Если честно, не понял цель этой реформы, но смысл в том, что она состоит из нескольких инициатив. Одна из инициатив — система, по которой клиенты, открытые менее года, получают меньший дисконт, и, соответственно, могут брать меньшее «плечо».

Это тоже вопрос, который мы бы хотели поднять. Чтобы понять логику этой проблемы: откуда она взялась, что за ней стоит, почему ее нужно решать и решать именно таким образом. Потому что, по нашим расчетам, проблема не острая, свежие клиенты реже пользуются этой опцией, и в целом более осторожны, что, в принципе, логично.

Тем не менее, нам сейчас нужно будет инвестировать свои ресурсы в то, чтобы настроить эти системы. И помимо того, что появляются чисто финансовые косты, система еще не очень сбалансирована в том плане, что в дальнейшем она ставит диспропорцию между клиентами. Потому что в одной компании этот клиент является новым, в другой компании это старый клиент, в одном месте у него могут быть «плечи», в другом их нет. И, в моем представлении, это снижает конкуренцию между брокерами. Потому что, если человек уже стал клиентом в одной

компании, он там может получить лучший сервис, нежели чем перейдя куда-то. Либо брокерам придется, помимо единого реестра квалов, делать еще и единый реестр открытых брокерских счетов, к которому тоже придется обращаться, настраивать интеграции для того, чтобы сервис в разных брокерах был одинаковым. Чтобы не было этой диспропорции.

В моем представлении, чем больше конкуренция, тем больше бенефита у клиентов. В общем, эта инициатива противоречит интересам самих клиентов, в моем представлении.

**Алексей Тимофеев.** Да, прошу, Александр.

**Александр Мецгер.** Александр Мецгер, «Управляющая компания». Все-таки тема квалов/неквалов не отпускает, я тоже пару слов на эту тему скажу. Месяца три назад звонит мне приятная дама, звонит от моего хорошего знакомого, коллеги, и, представляя пул квалифицированных инвесторов, предлагает мне создать фонд для инвестирования в Дубай на стадии котлована. Создавать объекты недвижимости на стадии котлована.

Отличная свежая инвестиционная идея: дружественная страна, приятный климат. Но я даме говорю: «В соответствии с 156-ФЗ, для неквалов предусмотрена опция инвестировать только в готовые объекты недвижимости или объекты, создаваемые в соответствии с 214-ФЗ о долевой собственности». На этом мы расстанемся. Я думаю, что свой долг перед дамой исполнил. Она через сутки мне перезванивает и говорит: «Наши юристы сутки смотрели, выяснилось, что законодательство в Дубае полностью совпадает с нашим 214-ФЗ». Я говорю: «Вы знаете, есть такое высказывание: «Если что-то похоже на утку, крикает, как утка, плавает, как утка, то это утка и есть». Но это не наш случай. Вот

когда в Дубае будет действовать 214-ФЗ, тогда и будем работать». Но это так, к слову.

А мысль о чем? Екатерина Черных совершенно правильно сказала о том, что не надо в одном ПИФе мешать квалов и неквалов. Нужно создавать фонды для квалов, потому что у них своя, как говорится, история. А для неквалов есть своя история.

Я не согласен с Екатериной в другом. Она предлагает создавать стоимость в фондах для квалифицированных инвесторов, затем расквалифицировать (если я правильно понял) и передавать паи в пользу неквалифицированных инвесторов. Я считаю, что это неправильно, поскольку в этом случае мы теряем одно из немногих преимуществ паевых фондов: налоговую льготу, отложенный налог.

Я предлагаю немножко другой подход, а именно: разрешить управляющей компании продавать активы не только из фондов, которыми они управляют для квалифицированных инвесторов, но и фондов, которые предназначены для неквалифицированных инвесторов. Незачем бояться, что управляющие компании начнут здесь что-то химичить, честно говоря, те времена, когда управляющие компании каким-то образом нарушали права инвесторов, давно прошли.

И, кроме того, мы понимаем, что основная часть закрытых ПИФов — это ПИФы отнюдь не для розницы. Это ПИФы для квалифицированных инвесторов, более того, с четко выраженным бенефициаром. А вот какие там на самом деле распределения рисков, вам лучше даже не знать. На самом деле центром рисков тут является отнюдь не управляющая компания, а центром рисков является бенефициар. Вот, пожалуй, все.

**Алексей Тимофеев.** Спасибо. Давайте, да.

**Василий Татьянников.** Василий Татьянников, Уральский государственный экономический университет. Думаю, что к месту сегодня будет такая мысль. Наша кафедра имеет образовательные программы: «Финансовые рынки и инвестиции» и «Финансовый кредит». Более того, все наши студенты прошли профессионально-общественную аккредитацию, имеют квалификационный статус «специалист рынка ценных бумаг» и «специалист по финансовому консультированию». Возникает вопрос, который сегодня в дискуссии поднимал Михаил, не совместить ли две позиции, используя такое глубокое качество образования? Это наше будущее, в принципе. Надо подумать, в конце концов, все документы у вуза есть, все это подтверждено.

Ну, и вскользь вторая мысль, она не касается нынешней дискуссии, но на предыдущих пленарных заседаниях звучала. В России нет IPO, потому что, ситуативно, акции уже выпущены и идет либо SPO, либо просто публичное предложение. В продаже акций участвуют акционеры, которые ими же и владеют. И вряд ли имеет смысл поднимать вопрос о полезности публичного обращения акций, когда в free-float уходит всего лишь 5% акций, да еще принадлежащих предыдущим акционерам, ну это не козырная карта, прямо скажем.

При публичных размещениях акций упор надо жестко делать на дивидендную политику, надо жестко обозначать, что она имеет место быть и какая.

**Алексей Тимофеев.** Да, прошу вас.

**Руслан Сторчак.** Руслан Сторчак, управляющая компания «Рекорд Капитал». В контексте вышесказанного я бы хотел обсудить возможности создания на организованном рынке полноценного института первичного размещения паевых фондов.



Есть прекрасный пример рынка ВДО. Буквально 5–7 лет назад даже речи не могло идти о привлечении 30, 50, 100 млн рублей. После этого мы видели взрывной рост интереса к индустрии и рост на этом рынке. Сейчас мы имеем дефицит инструментов на биржевом рынке. Мы видим прекрасный пример БПИФов за последние несколько лет, и появление дополнительного инструмента...

**Екатерина Черных.** ЗПИФы мы на бирже легко размещаем в формате онлайн с 2020 года, проводим первичное размещение. Технология работает, Московская биржа обкатала ее с «Альфой» еще в 2020 году, пожалуйста, приходите.

**Руслан Сторжак.** Поясните, не совсем понял.

**Екатерина Черных.** Вы имеете в виду первичное публичное размещение паев ЗПИФов, правильно?

**Руслан Сторжак.** Да, в общем.

**Екатерина Черных.** На Московской бирже эта технология реализована в 2020 году, все работает. Московская биржа с удовольствием поддержит, вы можете размещать ЗПИФы первично, собирать эмиссию раз в неделю, раз в месяц, два раза в месяц. Технология работает, все нормально.

**Руслан Сторжак.** Вопрос к технологии, вопрос к распространению тогда. Популярности, так скажем, инструмента.

**Екатерина Черных.** За маркетинг отвечает эмитент, в данном случае управляющая компания. Вы можете привлечь, например, профессиональных брокеров либо управляющие компании. Попросить их сделать вам роуд-шоу с возможностью купить паи на бирже при первичном размещении. Это такая же работа, как и по облигациям, по акциям. Технология есть, комиссии есть. Вопрос только в желании эмитента. Возможности присутствуют в полном объеме. Московская биржа примет вас, насколько знаю, с распротертыми объёмами, потому что технологию они сделали, надо теперь ее окупать, большого объема

первичных размещений не было, так что welcome.

**Владимир Крекотень.** Спасибо, Катя, за рекламу.

**Алексей Тимофеев.** Владимир, распрости объятия.

Еще вопросы? Да, прошу вас.

**Иван Рыжиков.** Коллеги, хотел бы присоединиться к Олегу Чихладзе, который поднял вопрос по поводу КНУРов. Удивлен, что не так много участников на «круглом столе» поднимают этот вопрос, а он на самом деле не менее важен, чем квалификация. Это очередное ограничение со стороны регулятора, причем которое влечет не просто увеличение какой-то суммы, как в случае с минимальной квалификацией инвесторов, но и влечет за собой очень серьезные издержки для профучастников.

Та обвязка и те необходимые доработки на информационных системах брокеров, которые необходимо сделать для имплементации этого решения, очень существенны. Я поддерживаю вывод Олега, мы приходим к точно таким же выводам на основе статистики наших клиентов, что в первый год клиенты гораздо более осторожно используют «плечи».

Кроме того, текущие индикативные ставки риска клирингового центра настолько маленькие, что ни один брокер не использует максимальные «плечи» для клиентов даже со стандартным уровнем риска. Я не знаю крупнейших брокеров, которые используют подобную возможность. И даже при использовании коэффициента 1,4 мы не дотягиваем до уровня тех минимальных значений уровня ставок риска, которые используют брокера при маржинальной торговле. А, повторюсь, издержки очень-очень высокие. Но вряд ли это сможет прокомментировать кто-то из сотрудников Банка России. Ольга Юрьевна, к сожалению, покинула «круглый стол».

**Владислав Кочетков.** Поддержку коллег. КНУР — это некое чистое зло, которое не преследует никакой другой цели, кроме причинения максимальной боли брокерам и их клиентам. Больше ничего не прослеживается, и, безусловно, тут противостоять нужно активно. Изменения для квалов все равно продвинуто, надо хотя бы КНУРов отбить, потому что это очень плохая штука.

**Алексей Тимофеев.** Я могу предложить сделать это предметом одного общего обсуждения, вместе с темой квалифицированных инвесторов. Я, правда, не знаю, усилит ли это нашу позицию или, наоборот, ослабит. Потому что, сделав нам уступку по КНУРам, Центральный банк может рассчитывать на уступку с нашей стороны по какому-то другому поводу. Поэтому я предлагаю это обсудить в процессе подготовки к встрече с Центральным банком по теме квалифицированных инвесторов.

А, в общем, НАУФОР высказалась отрицательно, возражает против введения этого нового статуса и считает его (по тем же причинам, что и концепцию квалифицированных инвесторов) вредным для финансового рынка. Дискуссия на этот счет, конечно, продолжится.

Еще один или два выступающих. Сергей?

**Сергей Рыбаков.** Может быть, нужно вынести вопрос КНУРов на рабочую группу?

**Алексей Тимофеев.** Именно это я и предложил. Давайте подумаем.

**Сергей Рыбаков.** У Службы защиты есть понятный КРІ, он формулируется очень просто: как можно меньше обращений со стороны клиентов в Центральный банк с негативом. Понятное дело, что если клиенты совсем не будут торговать рисковыми инструментами, не будут торговать с «плечом», то обращений в Центральный банк, наверное, будет гораздо меньше.

**Роман Горюнов.** Мы вчера услышали, что, оказывается, жалуется только 5% клиентов, и поэтому, если регулятор получил пять жалоб, то на самом деле недовольных сто. Поэтому они теперь уже беспокоятся не о пяти жалобах, а о том, что, оказывается, есть 100 недовольных, которые не написали жалобы, но они тоже недовольны, и их тоже надо защищать. Там позиция эволюционирует просто на глазах.

**Алексей Тимофеев.** Ну и потом. В течение первого полугодия в Центральный банк поступило 3 тысячи жалоб. Даже если все они были посвящены проблемам, связанным с окваливанием, и если даже привести их в пропорции к количеству квалифицированных инвесторов (а не к общему количеству брокеров), то это доказывает, что на рынке все в порядке с этим процессом. Этот процесс является таким, каким его хотели бы видеть, как мне кажется, и в Службе по защите потребителей, и в профсообществе.

Уважаемые коллеги! Есть ли еще вопросы, заявления?

Дорогие друзья, я очень признателен за ваше терпение, за вашу активность, за ваше участие в дискуссиях. Разрешите вас поблагодарить от имени Национальной ассоциации участников фондового рынка. Спасибо большое. Я разрешаю вам отдохнуть. Спасибо. □