

Сбалансированное развитие

24–25 АПРЕЛЯ ПРОШЛА ЕЖЕГОДНАЯ КОНФЕРЕНЦИЯ НАУФОР «РОССИЙСКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК. 2018» В РАМКАХ КОНФЕРЕНЦИИ СОСТОЯЛАСЬ ПЛЕНАРНАЯ СЕССИЯ «РОССИЙСКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК. ИНДУСТРИЯ И ИНФРАСТРУКТУРА. ПРИОРИТЕТЫ РЕГУЛЯТИВНОЙ ПОЛИТИКИ»

В обсуждении на пленарной сессии приняли участие Эльвира Набиуллина, Председатель ЦБ РФ; Алексей Моисеев, заместитель министра финансов РФ; Николай Журавлев, первый заместитель председателя Комитета Совета Федерации по бюджету и финансовым рынкам; Александр Волошин, руководитель рабочей группы по созданию МФЦ при Совете при Президенте РФ по развитию финансового рынка Российской Федерации; Александр Афанасьев, председатель правления ПАО «Московская биржа».

Модератор Олег Вьюгин, председатель совета директоров НАУФОР». **Олег ВЬЮГИН.** Доброе утро, уважаемые участники конференции! Позвольте начать конференцию НАУФОР. Надеюсь, будет интересно, тем более что она проходит не один день, а два. Сегодня два пленарных заседания, потом будут заседания по отдельным тематикам.

Хочу вначале предоставить слово председателю Центрального банка Эльвире Сахипзадовне Набиуллиной. Центральный банк сам определяет, что хочет сказать; я надеюсь, что в сегодняшнем выступлении будут затронуты наиболее актуальные темы. Затем мы продолжим — уже в том форме и виде, в котором сейчас начали. Говорить можно по любым темам, все, о чем душа болит.

Могу сказать для начала, что у меня душа болит по такому поводу: мы сейчас очень много внимания уделяем розничному инвестору, что, наверное, правильно, но, мне кажется, не надо забывать, что есть также институциональные инвесторы; все-таки настоящий рынок силен тем, что на нем есть очень серьезные, правильно регулируемые институциональные инвесторы. Это первое.



Второе — все-таки мы должны однозначно понять, чего ждем от цифровых технологий и что именно они дадут фондовому рынку с точки зрения его развития. Тем более что сегодня мы, наверное, должны в серьезной мере опираться именно на внутренних инвесторов и понимать развитие фондового рынка в каком-то смысле как альтернативу банковскому кредитованию и более разумному распределению ресурсов, которые есть внутри страны, между институтами, способствующему экономическому росту. Но это коротко.

Эльвира Сахипзадовна, пожалуйста, вам слово.

Эльвира НАБИУЛЛИНА. Добрый день, уважаемые коллеги! Большое спасибо за приглашение выступить на сегодняшней конференции.

Для Банка России как мегарегулятора очень важно сбалансированное развитие различных секторов финансового рынка. Та динамика, которую демонстрируют и рынок ценных бумаг, и рынки коллективных инвестиций, и доверительное управление, в целом обнадеживает. Не могу вначале обойтись без нескольких цифр, которые, на мой взгляд, эту динамику как раз характеризуют.

Так, например, только в индивидуальном доверительном управлении объем

средств под управлением за последние два года вырос в 4 раза — до более чем 800 млрд рублей.

На рынке брокерских услуг также в последнее время наблюдается положительная динамика роста клиентской базы (абсолютный прирост — 372 тысячи клиентов за два года) и услуг управления активами (абсолютный прирост — 64 тысячи клиентов за два года).

Величина активов под управлением на рынке коллективных инвестиций увеличилась почти на 60% за 3 года (с 1,9 до 2,9 трлн рублей). По-прежнему основной объем составляют закрытые фонды, в рамках которых инвесторы,





главным образом квалифицированные, осуществляют инвестиции в отдельные проекты.

Однако объем открытых ПИФов, предназначенных главным образом для инвестиций розничных инвесторов на фондовом рынке, также существенно вырос — до 216 млрд рублей, фактически удвоившись за 3 года.

Все эти цифры показывают, что динамика действительно достаточно положительная. Может быть, объемы еще нас не удовлетворяют, но динамика в последние годы обнадеживает.

Снижение инфляции и, соответственно, ставок по банковским продуктам делает все более интересными для розничных инвесторов

альтернативные продукты. А новые технологии, о которых сказал Олег Вячеславович [Вьюгин], дают возможность финансовым посредникам как создавать новые продукты, так и распространять на разные типы клиентов те услуги, которые раньше могли быть предложены только очень состоятельным клиентам. Все это создает предпосылки для дальнейшего увеличения этих сегментов.

Чтобы рынок рос уверенно, очень важно обеспечить доверие инвесторов. Это означает и устойчивость самих финансовых институтов, и высокий уровень защиты прав и интересов клиентов. Доверие — сейчас главное для финансовых рынков.

Защита прав инвесторов. Это не только задача регулятора, но это и совместная задача регулятора и рынка, в первую очередь задача для саморегулируемых организаций. Для квалифицированных инвесторов необходимы, на наш взгляд, максимальная гибкость со стороны финансовых посредников, способность предложить отвечающий потребностям клиента продукт, а для неквалифицированных инвесторов — это высокий уровень защиты от убытков и информационная прозрачность, устранение подводных камней при использовании финансовых продуктов, которых, к сожалению, немало.

Какие, на наш взгляд, основные проблемы мы должны решить.

Первое. Необходимо повышение информационной прозрачности, доступности информации о доходности финансовых инструментов и рисках по ним.

Второе. Должны быть установлены правила продаж финансовых инструментов и услуг, которые будут основаны на приоритете потребности клиента, а не только на коммерческом интересе посредника или агента.

По сути, оба пункта — это борьба с мисселингом на разных уровнях. Такая борьба очень важна для развития рынка. Продажа финансового продукта разочарованному инвестору обходится значительно дороже, чем расходы на нового инвестора. И еще дороже, если сравнивать с продажей инвестору, имевшему положительный опыт инвестирования. Таким образом, разочаровывая инвестора, компания вредит не только себе — она вредит всему рынку. И мы рассчитываем, что борьба с недобросовестными продажами будет происходить, в том числе, и на уровне саморегулируемых организаций.

Третье. Необходимо расширить доступность финансовых инструментов и услуг. По некоторым продуктам предложения концентрируются в отдельных регионах и даже в отдельных компаниях. Так, 75% клиентов на брокерском обслуживании и 86% брокерских индивидуальных инвестиционных счетов сосредоточено в пяти крупнейших брокерских домах; 85% клиентов по управлению активами и 96% индивидуальных инвестиционных счетов находятся в управлении трех крупнейших компаний.

Банк России совместно с Московской биржей сейчас готовит к запуску проект финансового маркетплейса, который, на наш взгляд, будет способствовать и решению этих задач, и повышению конкуренции между поставщиками финансовых услуг. Этот проект сейчас обсуждается на многих площадках, вызывает много вопросов. Но мы считаем, что это не менее важным продвигать его именно как проект, который дает выбор

потребителю и развивает конкуренцию на финансовом рынке.

Четвертое. Необходим эффективный механизм сегрегации собственных активов финансового института от активов клиентов. В случае банкротства финансового посредника права инвестора должны быть надежно защищены.

Сейчас разрабатываются поправки в Закон о банкротстве, которые устраняют правовую неопределенность при банкротстве профессиональных участников рынка ценных бумаг: они распространяют на кредитные организации, при осуществлении ими профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, обязанность отделять клиентские активы от собственных активов.

Существенная роль в повышении прозрачности и комфортности рынка в целом для розничных инвесторов принадлежит саморегулируемым организациям. Развитие института саморегулирования должно привести к повышению конкурентоспособности российского финансового рынка, формированию целостной регулятивной основы, отвечающей потребностям как профессиональных участников финансового рынка, так и потребителей финансовых услуг.

Сегодня законодательством предусмотрено новый формат взаимодействия отрасли и регулятора — базовый стандарт. Базовые стандарты должны закрепить лучшие рыночные практики и обеспечить гибкое и быстрое реагирование на меняющиеся условия работы. За прошлый год, надо сказать, была проделана масштабная работа: разработаны (с помощью и рынка, и СРО), согласованы и утверждены несколько базовых стандартов, касающихся форекс-дилеров, брокеров, управляющих и депозитариев.

Сейчас готовится большое количество новых стандартов, в том числе важнейшие стандарты по защите прав потребителей и по корпоративному управлению. Мы считаем, что эта работа очень важна и также позволит повы-

сить доверие к участникам финансового рынка.

Отдельного внимания заслуживает вопрос защиты прав инвесторов на рынке коллективных инвестиций.

Важнейшая новация в области защиты прав инвесторов — введение фидуциарной ответственности для пенсионных фондов, то есть обязанности действовать в интересах клиента и возмещать клиенту понесенные убытки или недополученную выгоду в случае некачественного управления активами. На эту тему было очень много споров, было принято соответствующее законодательство. Обязанности пенсионных фондов проходить стресс-тестирование, иметь развитую систему управления рисками и хороший, надежный инвестиционный процесс — все вместе это представляет требования к качеству того пенсионного продукта, который предлагается гражданам.

Я хотела бы особенно отметить роль инструмента стресс-тестирования. Да, прохождение стресс-тестирования — это фактор применения надзорных мер. Но есть и другая сторона: после того как стресс-тестирование пройдет проверку практикой, Банк России планирует еще раз проанализировать возможности расширения объектов, доступных для инвестирования пенсионным фондам. После того, как мы будем понимать, что пенсионные фонды достаточно устойчивы даже для прохождения неблагоприятных условий.

Внедрение обязанности действовать в интересах клиента и иметь хороший инвестиционный процесс позволяет расширить возможности фонда, занимающегося добровольным негосударственным пенсионным страхованием, по самостоятельному инвестированию средств пенсионных резервов без обязательного привлечения управляющих компаний.

На рынке инвестиционных фондов мы начинали с малого: сначала про-



веряли готовность рынка к открытому перечню расходов и только потом, после получения подтверждения эффективности выбранного пути, практика расширялась. Скажу сразу, что на рынке пенсионных фондов мы тоже планируем действовать поэтапно: вначале опробовать отказ от обязательной управляющей компании только на рынке добровольного пенсионного страхования. Возможность применения такого подхода на рынке обязательного пенсионного обеспечения будет зависеть от полученных результатов.

Управляющие компании, конечно, не очень довольны этим решением, но мы убеждены, что дополнительные издержки в конечном итоге всегда покрывает потребитель, — а значит, их нужно снижать. В то же время мы понимаем, что бизнес-модели управляющих компаний были рассчитаны, в том числе, исходя из обязательности услуги, поэтому предполагаем предусмотреть переходный период.

И в завершение я хотела бы остановиться на вопросе пропорционального регулирования как ключевой регуляторной новации, которую мы готовим к внедрению и хотим обсудить с участниками рынка.

В банковском регулировании пропорциональное регулирование уже принято, и как раз этот год является переходным для банковского сектора. В течение него небольшие банки должны будут решить: выбирать ли базовую лицензию, которая позволяет им проводить ограниченный объем операций, но при этом пользоваться преимуществами упрощенного регулирования (для них уменьшается количество нормативов и они проще), — или выбрать универсальную лицензию, для которой нет ограничений, но выше регуляторная нагрузка и требования по капиталу.

Мы считаем, что некредитным финансовым организациям также следует двигаться в сторону пропорционального регулирования. И здесь важно выбрать

правильный подход, потому что их, на наш взгляд, существует два и между ними нужно делать выбор. Первый — по аналогии с банковским регулированием, он потребует разграничения операций в рамках отдельных видов лицензий. Другой вариант — это закрепление отдельных показателей деятельности организации и соответствующих им регуляторных требований на уровне нормативных актов Банка России. Лицензия при этом будет единая. При втором подходе организация имеет возможность оценивать объем необходимых ей прав на совершение операций в сопоставлении с соответствующим объемом регуляторных требований.

Все это нам предстоит обсудить с рынком, мы собираемся в этом году опубликовать консультативный доклад. Хочу сказать, что практика консультативных докладов, которую применяет Центральный банк, на наш взгляд, себя зарекомендовала. Она позволяет уже на ранних этапах продвижения концепции выслушать мнения рынка, выслушать все озабоченности, скорректировать, где нужно, позицию. И мы будем в регулировании, в предложении новых подходов придерживаться вот такого принципа открытости к обсуждению. На наш взгляд, очень важно, чтобы рынок развивался стабильно, чтобы регуляторная среда была предсказуема, чтобы участники рынка понимали, какие бизнес-модели они могут выстраивать и будут ли эти модели эффективными.

Я надеюсь, что все эти (и другие тоже) вопросы развития рынка мы сможем обсудить и сегодня здесь, и на площадках СРО в дальнейшем. Олег Вячеславович уже задал некоторые вопросы, и я надеюсь, что дискуссия будет интересной и сегодня, и завтра.

Желаю вам успехов в работе, успехов в бизнесе. Надеюсь, что формат работы диалога с регулятором будет способствовать успешному развитию бизнеса. Спасибо за внимание.

Олег ВЬЮГИН. Спасибо за понятное, четкое, ясное сообщение. Затронуты вроде бы вопросы, не носящие судьбоносного характера для фондового рынка, но на самом деле абсолютно важные.

Пропорциональное регулирование. Я получаю довольно много вопросов относительно того, что вот как же быть: маленьким компаниям трудно жить в ситуации, когда подход единый, а размер-то бизнеса — разный. Мы это обсудим, я думаю, и здесь на конференции, на отдельных площадках.

Развитие пенсионной системы. Мне кажется, что выбора-то нет: безусловно, накопительная система в каком-то виде рано или поздно сформируется, важно, чтобы сейчас были приняты решения, которые потом не надо будет менять. Вот это очень важно. Думаю, что мы сегодня здесь тоже коснемся этих вопросов.

Хотел бы сейчас немножко продолжить в ключе выступления Эльвиры Сахипзадовой, обращаясь к Министерству финансов.

Министерство финансов, в принципе, сыграло большую позитивную роль в развитии фондового рынка, во многом занимая дружественную позицию, хотя иногда это трудно, поскольку у Минфина есть свои конкретные задачи, которые касаются прежде всего финансирования бюджета, сбора налогов и т.д.

С другой стороны, Министерство финансов имеет законодательную инициативу, и я бы поэтому хотел к Алексею Владимировичу сейчас обратиться вот с таким предложением: может быть, коротко охарактеризовать, чем Министерство финансов сейчас наиболее занято в вопросах развития фондового рынка, где сейчас приоритеты. Мы примерно понимаем, что актуальна тема механизма защиты инвестиций, что создание электронных систем прямого доступа инвесторов — физических лиц к торговым системам требует некоторых регулятивных решений. Очень важный

вопрос — идентификация, потому что если этот вопрос решить окончательно и бесповоротно, то очень многое может поменяться в поведении розничного инвестора. И так далее.

Алексей Владимирович, пожалуйста. Я, как всегда, говорю, что не ограничиваю и в других вопросах. **Алексей МОИСЕЕВ.** Спасибо большое, Олег Вячеславович, за оценку. Постараюсь говорить так, чтобы не отнять хлеб у последующих выступающих, особенно у представителей законодательной власти, в части наших планов по законам, но пройдуся коротко.

Конечно, Министерство финансов не может не уделять огромного внимания развитию фондового рынка, поскольку оно является, как вы знаете, крупнейшим эмитентом в Российской Федерации и таким образом крупнейшим бенефициаром эффективного фондового рынка. Поэтому, конечно, для нас этот вопрос носит не только характер исполнения разного рода поручений и «дорожных карт», но и просто подготовки для себя же самих базы (как инвестиционной, так и инфраструктурной) для финансирования того самого дефицита государственного бюджета.

Министерство финансов в целом очень удовлетворено тем, как функционирует сейчас финансовый рынок: мы видим, как и кто приходит на рынок ОФЗ. И мы, конечно, понимаем, что только за счет реформ, проведенных всеми нами вместе в последние годы, стала возможна ситуация, когда ОФЗ стала ценной бумагой, которая по своей инвестиционной привлекательности (не имею в виду доходность и характеристики самой бумаги как таковой, но вот именно инструмента) стала сопоставима с подобного рода казначейскими обязательствами большинства других современных развитых стран. Я имею в виду и сам внутренний рынок, и систему центрального депозитария и центрального контрагента, и, конечно, сотрудничество с Евроклиром, и все

остальное, что было сделано в последние несколько лет. Сейчас инвестор, который выбирает — покупать ему ОФЗ или, условно говоря, французскую госбумагу, выбирает исключительно на основании инвестиционных аспектов, а никак не на основании качества инфраструктуры. Качество инфраструктуры сопоставимо и в настоящий момент не является резонансом для принятия решения о покупке ОФЗ или любой другой ценной казначейской бумаги любой другой страны. Люди смотрят исключительно на инвестиционные перспективы, а не на то, как будет работать депозитарий, клиринг и все остальное.

Это, конечно, колоссальное достижение, еще несколько лет назад об этом было страшно даже подумать. Министерство финансов было заинтересовано в таких переменах, и, конечно, мы очень благодарны всем коллегам, которые активно участвовали в этой работе — это и Центральный банк, и профессиональное сообщество, и биржа.

Считаю, что основные изменения в части инфраструктуры уже сделаны. Остаются вопросы, связанные с тонкой настройкой, я здесь не вижу каких-то серьезных вызовов. Серьезными вызовами являются вопросы, связанные с корпоративным управлением и с поведенческими факторами — это первое. И второе — это, конечно, вопросы, связанные с привлечением инвесторов на рынок ценных бумаг.

Что касается первой части, то здесь важен закон об инсайде, который, я надеюсь, вышел на финишную прямую. Не буду останавливаться подробно на деталях, Николай Андреевич [Журавлев] хотел об этом более подробно сказать. Но очень надеюсь и рассчитываю, что после многих десятилетий работы над этим законопроектом все-таки в весеннюю сессию Государственная Дума примет его, коллеги в Совете Федерации одобряют и этот законопроект, наконец, станет законом.



Надеюсь, что нам удастся также продвинуться по Закону об упрощении эмиссии. Одно из основных направлений критики по отношению к нам – это тяжеловесная процедура эмиссии, которая в очень низкой степени цифровизирована, требует очень большого количества бумажных документов, очень длинных сроков и т.д. Причем неважно, размещает ли эмитент активы на квадриллион рублей или на несколько миллионов — по сути, процедура сильно не отличается. Это, конечно, неправильно.

Как вы знаете, правительство внесло законопроект по упрощению эмиссии. Я признаю, что он по ходу разработки о устарел, даже значительно устарел, сейчас мы активно дорабатываем его ко второму чтению, и я надеюсь, что он позволит сильно упростить подходы к регистрации эмиссии. Все мы прекрасно помним, сколько надо документов привезти, если вы хотите зарегистрировать эмиссию в развитой юрисдикции. В России надо привезти три тележки бумажных документов, а в других местах достаточно портфельчика, даже папочки, а все остальное — в электронной форме. Вот все это, конечно, надо убрать.

В первую очередь мы направим изменения на сокращение объема бумажных документов, на максимальный объем электронных документов. И второе — это возможность максимального сокращения срока, особенно там, где эмитент уже имеет некую репутацию. Ну, и подобного рода вещи, которые мы уже на площадке Государственной Думы совместно с Центральным банком доработаем. Не уверен, конечно, что успеем в эту сессию, если нет, тогда надеюсь, что в самом начале осенней сессии этот законопроект уже ляжет на стол президенту в качестве закона.

Это основные вещи. Есть также вещи, которые никак не на ходу. Например, законопроект, который правительство внесло еще в VI Государственную Думу, который застрял и не очень понятно, как его двигать, но это важный законо-

проект — «О покупке крупных пакетов акций». Этот законопроект существенно увеличивает защиту прав миноритарных акционеров. В случае если выкупается крупный пакет, во-первых, увеличивается минимальный предельный объем, при котором нужно объявлять обязательный выкуп, согласовывается предварительная цена этого выкупа с Центральным банком, чтобы не было нарушения прав миноритарных акционеров, вводится порядок определения цены, более защищенный для миноритарных инвесторов, и т.д. Мы знаем, что случаются у нас иногда нарушения прав миноритарных инвесторов.

Вторая история связана с корпоративным направлением. Она не связана с законодательством, она связана с поведением правительства как акционера на рынке. И здесь, вы знаете, Министерство финансов всегда выступало, выступает и продолжит выступать за увеличение выплат дивидендов.

Исторически российский фондовый рынок всегда проигрывал многим другим фондовым рынкам из-за низкого уровня дивидендной доходности по акциям. Ситуация значительно исправилась в последние годы, в том числе, потому что многие государственные компании стали платить дивиденды, которые соответствуют их реальным возможностям. Особенно с учетом того, что большинство компаний, которые являются «голубыми фишками» на нашем рынке, не являются быстрорастущими, это компании, которые находятся в зрелой фазе своего развития. А мы знаем, что если компания находится в зрелой фазе, то она должна платить инвесторам дивиденд, который похож на купон. То есть если компания не обеспечивает быстрого роста, значит, она должна выплачивать доходность, которая сопоставима с инвестициями в облигации этой компании. Ну это общее теоретическое правило, которое, конечно, не всегда может применяться, но в целом мы понимаем, что многие российские «голубые

фишки» обладают значительным запасом свободного денежного потока, во-первых.

Во-вторых, даже если они не заработали значительную прибыль в предыдущие один-два года, это не значит, что они не могут выплачивать. По нашему глубокому убеждению, которое было юридически подтверждено, компании могут платить дивиденды из прибыли прошлых лет. Таким образом, компании могут выплачивать эти самые 50% по МСФО даже в тех случаях, когда их прибыли по РСБУ за текущий год недостаточно, они могут выплачивать за счет нераспределенной прибыли прошлых лет. И такие компании уже есть, они уже такие дивиденды выплачивали. Поэтому мы, конечно, будем настаивать на том, что вне зависимости от того, сколько компания заработала в предыдущем году, она должна выплачивать стабильный дивидендный доход. Стабильный дивидендный доход, вообще говоря, — это один из признаков высокого уровня корпоративного управления, компания должна стремиться обеспечивать более-менее приемлемый и равный уровень дивидендов, особенно в ситуациях, когда она находится на зрелом уровне развития. Поэтому мы продолжим бороться за 50% по МСФО.

Не хотел бы сейчас называть конкретные компании, по которым такие решения уже приняты, чтобы не попасть под тот самый Закон об инсайде. Тем не менее я с воодушевлением смотрю в будущее: мы получили значительную поддержку от руководства правительства в этой части и активно буквально вот сейчас работаем с Минэкономразвития над тем, чтобы действительно увеличить количество публичных крупных компаний, которые платят 50% по МСФО.

Теперь, переходя к вопросам привлечения инвестиций. Конечно, Олег Вячеславович совершенно прав: институциональные накопления являются ключевым и самым важным источником. Это вопросы и страхования жизни,

и пенсионных накоплений. Мы, скажу аккуратно, продолжаем работать над историей с индивидуальным пенсионным капиталом, сейчас появился целый ряд новых вводных, связанных как с новыми юридическими решениями, так и вообще с конструкцией системы.

Сейчас не хотел бы углубляться в детали, потому что еще нет финальных решений. Но мы про тему ИПК не забыли, она остается на повестке дня. И, в соответствии с задачами, которые перед нами поставило руководство правительства, мы должны будем осенью этого года представить в Государственную Думу содержательный текст, который можно будет принимать по крайней мере в первом чтении. В соответствии с этими новыми вводными минфинуделит повышенное внимание не только пенсионным фондам, но и еще компаниям накопительного страхования жизни. Вот так, аккуратно скажу.

Есть еще наша излюбленная тема — страхование ИИС. Мы преклоняемся перед активной работой Алексея Тимофеева, который, не покладая рук, взрывает себе мозг этой историей. Но мы, конечно, готовы поддержать этот законопроект только если он будет самокупаемым. То есть, мы не готовы ни в каком формате ставить за спиной этого проекта правительство. Об этом мы говорили всегда, и я подтверждаю это сейчас еще раз. Фонд, как бы он ни назывался, на базе кого бы он ни был создан (есть разные варианты, не хотелось бы дискуссию открывать на этой панели), но он должен быть самокупаемым. Соответственно, взносы должны быть экономически обоснованы и при этом риски должны быть четко описаны. Мы в этой связи считаем, что описать риски так, чтобы индустрия могла их оплачивать, можно только в части риска мошенничества. То есть если клиент сам написал, что он не против того, чтобы брокер использовал его ценные бумаги в своих целях, этот клиент сам взял на себя коммерческие риски брокера. Если

брокер в результате, может быть, слишком рискованной или не очень разумной инвестиционной политики обанкротился, ну, извините, вы сами на это подписались. Но в случае, если клиент такой бумаги не подписывал, а брокер обанкротился и бумаги, извините, украл, тогда, конечно, фонд должен возмещать. Наш подход таков. Но периодически у Алексея бывают другие идеи, поэтому, собственно говоря, законопроект до сих пор пока не полностью согласован. Наверное, Алексей сам расскажет, какие идеи у него сегодня.

Олег ВЬЮГИН. Спасибо. Затронуты вопросы, которые точно подлежат обсуждению сегодня, и они, наверное, самые сейчас важные. Мы точно не обойдем пенсионный капитал в нашей дискуссии. Ну, может быть, не будем про инсайд говорить.

Действительно сейчас в России формируется хорошая дивидендная история. Считаю, что компании действительно должны понять, что хорошая дивидендная история окупится, в том числе и для крупнейших государственных компаний, которые, может быть, в большей степени сопротивлялись Министерству финансов. Ну, мы же видим, что происходит. На самом деле накопление хорошей дивидендной истории – правильная вещь для компаний, которые действительно достигли некоего стационарного уровня развития. Конечно, они инвестируют дальше, но в принципе способны платить хорошие дивиденды.

Сейчас я дам возможность выступить Николаю Андреевичу Журавлеву, потому что Совет Федерации — орган законодательный, и есть возможность продолжить обсуждение по таким важнейшим вопросам, которые требуют законодательного или регулятивного решения. А потом мы немножко сменим формат. Пожалуйста. И, может быть, вы чуть-чуть коснетесь темы санкций, тоже с точки зрения регулирования или подходов к этой проблеме.





Николай ЖУРАВЛЕВ. Спасибо большое. Может быть, тогда я с этого начну. Может быть, нашим основным регуляторам не совсем корректно сегодня говорить об этом.

Олег ВЬЮГИН. Тогда как вам можно. Только вы секреты не раскрывайте.

Николай ЖУРАВЛЕВ. А мы их не знаем (смех в зале). Санкции — это плохо, но мы вынуждены продолжать жить с этой данностью. И, безусловно, помимо вызова, санкции дают и новые возможности. И мы должны воспользоваться ситуацией для того, чтобы максимально извлечь пользу для своей экономики, для своего фондового рынка, для инфраструктуры;

чтобы быть максимально защищенными от возможных новых санкций и от тех, что уже на сегодняшний момент есть.

В первую очередь, нельзя бояться вторичных санкций. А мы видим, что зачастую и у наших чиновников, и у бизнесменов это есть. Собственно, это то, на что как раз и направлены эти санкции. Вторичные санкции — это и есть в конечном счете реальная потеря финансового суверенитета. Поэтому инициатива, с которой выступил Вячеслав Викторович Володин, по поводу уголовной ответственности за внутреннее присоединение к санкциям, мне кажется, достойна того, чтобы ее всерьез

рассмотреть. Ну, во-первых, нарушение уголовного законодательства — это уже совершенно другое, поэтому и американцы, и другие участники, которые накладывают на Россию санкции, может быть, десять раз подумают, если это будет нарушением внутреннего уголовного законодательства. Ну и, во-вторых, когда компании приходят за государственной поддержкой, то они все патриоты», а когда чуть что, то бояться получить санкционный удар: это тоже не совсем это справедливо.

Во-вторых, еще раз говорю: надо максимально улучшить свою инфраструктуру для того, чтобы быть гото-

выми к санкционным ударам. Надо подумать по поводу автоматических процедур перевода расчетов по тем же еврооблигациям в российскую юрисдикцию, чтобы не было возможности дефолта по техническим причинам. Кто-то, может быть, и воспользуется этой ситуацией. Мы должны подумать по поводу законодательства и, возможно, других инструментов или механизмов, чтобы расчеты по еврооблигациям компаний, которые попали под санкционное воздействие, автоматически переходили в российскую юрисдикцию, на российские площадки.

Также не секрет, что в России очень много экспортеров (и это хорошо). Им нужны валютные кредиты, валютные расчеты, и для таких компаний рублевое кредитование, рублевые заимствования — это вредно. Но, с другой стороны, в структуре пассивов отечественной банковской системы вклады граждан в валюте составляют не так много. Мы благодарим Центральный банк и другие финансовые власти за то, что сделана большая очень работа по дедолларизации экономики. Этот тренд абсолютно правильный, нужно его придерживаться в дальнейшем, для этого нужно развивать валютные свопы, делать их абсолютно доступными, чтобы не было соблазна дальше увеличивать свою долларовую пассивную базу для обслуживания потенциальных заимствований наших экспортеров и компаний, попавших под санкции.

Также надо дальше развивать инструменты рефинансирования, делать их более гибкими, доступными. В последние годы с учетом профицита ликвидности Центральный банк сворачивал инструменты рефинансирования, серьезно сокращал ломбардный список. Мне кажется, сейчас пришло время для того, чтобы эту тенденцию развернуть. Может быть, можно подумать о сокращении ликвидности не путем исключения из ломбардного списка, а все-таки дисконтами.

Мы недавно были свидетелями того, что российские регионы начали отказываться от рейтингов, в том числе потому, что были исключены из ломбардного списка, а все-таки ломбардный список в нашем понимании — это своего рода знак качества. Если не хочется предоставлять ликвидность, всегда это можно сделать дисконтами, не исключая из ломбардного списка. А когда нужно будет предоставлять эту ликвидность, инфраструктура будет не готова к соответствующим решениям внутри Центрального банка, нужно будет время для их принятия и т.д. Вот здесь, мне кажется, нужно быть во всеоружии по всем инструментам, не обязательно применять их одновременно все.

Министр Силуанов заявил, что не планируется создавать специально инструменты для покупки ОФЗ, что российские банки сами с этим справятся. Это абсолютно правильно, это так и есть. Но опять же важно иметь в наличии всю инфраструктуру для рефинансирования, поскольку в противном случае будут завываться ставки. Это никому не нужно. И вместо того, чтобы кредитовать реальный сектор, все российские банки будут вкладываться в ОФЗ.

То же самое нужно подумать по поводу инструментов центрального контрагента и расширения списка бумаг, и, возможно, подумать о каких-то инструментах страхования риска центрального контрагента за счет рынка, за счет, может быть, средств Агентства по страхованию вкладов, Центрального банка...

Очень важна та работа, которую сейчас ведет Центральный банк в части оценки комплексной ликвидности и возможностей российского банковского сектора по рефинансированию внешних долгов в случае усиления санкционного давления. И здесь очень важно смотреть не только в целом по рынку, но и по конкретным банкам — ситуацию с их нормативами, с ликвидностью и делать

это в режиме онлайн, то есть в ежедневном режиме.

Также хотелось бы обратить внимание Эльвиры Сахипзадовой на то, что в проекте Положения Центрального банка предусмотрен запрет для участия физических лиц в субординированных бумагах банков, которые участвуют в капитале. Мне кажется, сейчас не совсем хорошее время для этого. На банковском рынке и так недостаток частного капитала, и можно было бы для квалифицированных инвесторов (усилив, может быть, требования к ним) разрешить покупку субординированных бумаг в целях участия в капитале.

Ну и, конечно же, нужно завершить рейтинговую реформу — то, к чему мы шли очень много лет, но до сих пор не сделано. Мы видим, что даже те решения, которые уже приняты, много месяцев обсуждаются, в том числе и расширение доступа к депозитам Федерального казначейства субъектов Российской Федерации. Надо эти решения принять. Пользуясь присутствием Алексея Владимировича, я хотел бы просить сделать это в максимальные сроки.

Также можно подумать о льготировании налогообложения валютной переоценки и купонов по валютным бумагам. По-моему, такие же меры были приняты в 2014 году, может быть, сейчас этот инструмент тоже нелишне иметь в своем арсенале.

Поскольку мне был дан пас по поводу законов, то скажу то, о чем не сказал Алексей Владимирович.

Мы только что приняли Закон о структурных облигациях, с осени он вступит в действие, и я надеюсь, что будет использован профучастниками в своей инструментари для расширения продуктовой линейки.

Также сегодня много говорилось об упрощении эмиссии, это очень важный законопроект, очень хотелось бы, чтобы он был быстрее принят. Нам как палате регионов важно, чтобы в нем были освещены и упрощены процеду-

ры, связанные не только с корпоративными облигациями, но и с облигациями субъектов Российской Федерации. Мы, конечно же, в целом выступаем за снижение за кредитованности субъектов Российской Федерации, но коль скоро такой процесс идет, лучше это пусть будут более выгодные длинные облигации, нежели банковские кредиты. И здесь очень важно упростить процедуру, ускорить сроки, может быть, какие-то полномочия отдать на уровень регионов, перевести в электронный документооборот и т.д. Хотелось бы, чтобы ко второму чтению там нашли отражение именно моменты, связанные с выпуском облигаций субъектов Российской Федерации.

Также надо менять законодательство по квалифицированным инвесторам: ужесточать требования к квалифицированным инвесторам, вводить категорирование, чтобы были жесткие рамки — в какие активы та или иная категория квалифицированных инвесторов может вкладываться, соответственно, чтобы разные категории имели разные возможности, разную ответственность и т.д. Про страхование индивидуальных инвестиционных счетов и инсайд было уже сказано достаточно много. Тоже надеемся, что эти законопроекты будут максимально быстро подготовлены ко второму чтению: хотелось бы, чтобы в весеннюю сессию они были приняты.

Реформа аудиторов — тоже очень важный закон. Все развилки пройдены и тоже хотелось бы, чтобы закон был принят максимально быстро и в Государственной Думе. Передача полномочий по надзору и контролю за аудиторами в Центральный банк позволит повысить доверие и к самим аудиторам и косвенно, безусловно, к тем финансовым компаниям, которые они аудиторят.

Комплекс законов об индивидуальном пенсионном капитале тоже очень важный. Очень важно, чтобы в нем нашло отражение такое обстоятельство: гражданин должен понимать, что сред-

ства, которые копят на индивидуальном пенсионном счете — его собственность, по аналогии с вкладом в банке. Чтобы человек всегда понимал, сколько у него накоплено, чтобы это были действительно осязаемые денежные средства, а не как сейчас, к сожалению, происходит, когда большинство и не знают даже, в каком негосударственном пенсионном фонде находятся эти средства. Первый шаг уже сделан: мы подготовили ко второму чтению так называемый законопроект о переходах и об информировании граждан о потерях, которые возможны при досрочном переходе из негосударственного пенсионного фонда в другой. Я надеюсь, что это будет первым шагом для того, чтобы в комплексе эту реформу осуществить.

Ну вот, пожалуй, все, что я хотел добавить по поводу законодательства. Спасибо.

Олег ВЬЮГИН. Спасибо, Николай Андреевич. Не удержусь, все-таки прокомментирую. На мой взгляд, санкции — это инструмент дипломатический. Переводить санкции в уголовную плоскость внутри страны — это решение, о котором над сильно-сильно подумать. Обострять положение рыночного агента таким образом опасно, потому что просто-напросто можно потерять бизнес. Все-таки Россия — страна открытая и во многом мы зависим от внешней торговли. Поэтому мне кажется, что над этим еще нужно думать и думать, не спешить с такими решениями. (Аплодисменты в зале).

Теперь относительно законодательных инициатив, хотел бы попросить Эльвиру Сахипзадовну прокомментировать со стороны главного регулятора финансового рынка. Эльвира НАБИУЛЛИНА. Спасибо большое. Я согласна со многим из того, что говорил и Алексей Владимирович, и Николай Андреевич. На наш взгляд, особенно важно, конечно, скорейшее принятие Закона об инсайте. Массовый инсайд — это угроза развитию финан-

сового рынка. Мы проводим сейчас исследования по инсайду, публикуем результаты (о некоторых вы знаете), но, конечно, инструментальной борьбы с инсайдом должен быть усовершенствован. И я думаю, что в этом заинтересован весь рынок; добросовестные участники — абсолютно точно.

Вторая тема, по которой, мне кажется, мы должны сдвинуться, — это страхование индивидуальных инвестиций. Я считаю, что надо уже поставить точки в этих спорах. Центральный банк здесь полностью поддерживает позицию Министерства финансов: должен быть инструмент, созданный участниками рынка не за счет государства. Речь должна идти о коллективном страховании участниками рынка. И, конечно, страховые случаи должны быть ограничены мошенничеством и злоупотреблениями. Иначе мы можем долго-долго спорить, насколько нужно расширять этот инструмент — и останемся без инструмента страхования. Мне кажется, законопроект уже надо принимать.

Третье — по выплате дивидендов. Здесь наши позиции немного отличаются от позиции Министерства финансов. Да, я согласна, что накопление дивидендной истории — это очень позитивно, это хорошо, это привлекает инвесторов. Но, все-таки, принимая решение по дивидендной политике, мы должны обеспечить инвесторам предсказуемость дивидендной политики, ее долгосрочность, ее увязанность со стратегией развития общества. В какой-то период нужно больше инвестиций, в какой-то — меньше инвестиций. Это не может быть формальная планка — 50% всем.

Олег ВЬЮГИН. И навсегда. Эльвира НАБИУЛЛИНА. И навсегда, да. Государство как собственник тоже должно понимать, какая дивидендная политика следует из стратегии развития общества, и ее принимать. Вот в этом контексте мы не считаем, что 50% — это правильно; это автоматическая, механическая цифра.

Далее. Важнейший элемент законодательства — квалифицированный и неквалифицированный инвестор — тоже надо принять. Мне кажется, это и даст новые возможности для участников рынка, и повысит доверие. Кроме мисселинга, это часто сопряжено с тем, что инвестору навязываются продукты, которые он не понимает, риски, которых он не может вынести и так далее. Это то, что мы должны сделать в ближайшее время.

И, наверное, последняя тема, на которую хотела бы обратить внимание: законодательство об удаленной идентификации уже принято; ключевое сейчас — быстро его реализовать. Это даст возможность развития новых технологий во всех областях, в том числе, в финансовой сфере. По этому закону шли долгие споры, теперь надо научиться пользоваться теми преимуществами, которые нам законодатель дал. И понимать, что новые бизнес-модели должны выстраиваться с учетом новых финансовых технологий и новых возможностей. Спасибо.

Олег ВЬЮГИН. Спасибо. Акценты расставлены очень четко. Это облегчает мне задачу перехода к некоторым другим вопросам, которые, может быть, имеет больше смысла сейчас здесь обсудить.

В свое время на нашем рынке было принято очень, на мой взгляд, удачное и хорошее решение — был создан специальный институт [Рабочая группа по созданию финансового центра в РФ], который возглавил Александр Стальевич [Волошин]. Эта Рабочая группа сделал довольно много для серьезного сдвига в развитии регулирования и развития рынка в целом. Этот институт продолжает существовать. Александр Стальевич здесь, и я хотел бы ему представить слово. Рассказать о том, как видятся задачи этого института дальше, и может быть, откликнуться на то, что было здесь уже сказано.

Мне кажется, важная тема — развитие маркетплейсов. Дело в том, что на

самом деле их развитие идет. Фактически сейчас такую систему создает Сбербанк, ее можно назвать экосистемой, маркетплейсом. Мы здесь немножко играем словами, но примерно понимаем, в чем суть: это создание вокруг себя большого пула клиентов, которые целиком замыкаются в этой системе и пользуются в ней всеми сервисами, кроме банковских услуг, вплоть до покупки в интернет-магазине.

Есть инициатива Центрального банка, есть реакция на это рынка. Вот, тема интересная, мы к ней сейчас подойдем и с другими участниками. Поэтому я хочу предоставить слово Александру Стальевичу, не ограничивая его конкретными вопросами.

Александр ВОЛОШИН. Добрый день, уважаемые коллеги! Тот проект маркетплейса, который разрабатывается Центральным банком, действительно пока находится в стадии разработки и обсуждения. Я вижу настороженность со стороны некоторых участников рынка — но мне кажется, для нее пока нет оснований. Это проект, в котором очень много зависит от мелочей и от того, как он будет реализован. Его абсолютно точно можно реализовать так, что он будет поощрять конкуренцию, а можно извратить так, что он будет конкуренцию нарушать. Но этим проектом занимаются разумные люди, а система координат, в которой он находится, нацелена на поощрение конкуренции, так что опасений не разделяю. Но проект надо продолжать обсуждать. И мне кажется, если Центральный банк будет продолжать развивать этот проект в открытом режиме — так, как он это делает сейчас — то у проекта достаточно высокие шансы стать успешным.

Буквально два слова про санкции. Тут много всего справедливого сказано, но мне кажется, что это обстоятельство с нами будет надолго. Наверное, во времени и в пространстве кое-что может меняться, но в значительной части те или иные элементы санкционных режи-





мов останутся надолго. И это то, с чем нам надо учиться жить, с одной стороны; а с другой стороны — это, наверное, хорошее время для того, чтобы заняться всякими серьезными внутренними улучшениями, на чем я предлагаю и сосредоточиться.

Понятно, мы должны думать, как минимизировать потери от санкций, защититься от них, либо где-то ответить на них. Но очень важно, оставаясь вопреки всему открытой страной, заниматься серьезными внутренними улучшениями с точки зрения улучшения бизнес-климата, развития рыночных инфраструктур, поощрения конкуренции. Ну, применительно к нашей сегодняшней теме, это

имеет отношение к сфере деятельности Центрального банка, к финансовым рынкам в том числе.

Я хотел бы сказать, что в этом году осенью будет уже пять лет, как Центральный банк стал единым регулятором, и, мне кажется, что это реально успешный проект. Вообще далеко не всегда в нашей современной практике передача функций от одного ведомства к другому, или слияние каких-то ведомств, либо их ликвидация и создание новых — приводили бы к позитивным результатам. Но, вот в финансовой сфере, мне кажется, есть точно два хороших примера: первый (более ранний) — это Росфинмониторинг, который мне пред-

ставляется очень удачным проектом (это было создание нового ведомства), и формирование единого регулятора на базе Центрального банка. Мне кажется, уже ощутимо, что это привело к серьезному повышению качества регулирования и надзора в сфере финансовых рынков.

Важно, что Центральный банк сразу был настроен на довольно широкое сотрудничество с финансовой индустрией и с участниками рынка, и мы были как раз одной из площадок, на которой это сотрудничество развивалось. В 2013 году на площадке нашей рабочей группы была проведена стратегическая сессия, по результатам которой появился проект

«233 КРІ для Банка России» — это такой план действий по развитию и совершенствованию регулирования, принятый и рынком, и регулятором. Это уникальный для российской бюрократии пример взаимодействия регулятора, надзорного органа и рынка.

Сейчас, очевидно, наступило время взглянуть на этот процесс свежим взглядом, возможно, поменять формат работы. Я думаю, что мы к осени подготовим совместно с участниками рынка и Центральным банком предложения по этому поводу. А содержательно на этом этапе мы предложили бы и Банку России, и профессиональному сообществу сфокусироваться на реализации трех важных, как нам представляется, принципов — это сокращение избыточной административной нагрузки на участников рынка там, где она является действительно избыточной, предсказуемость регулирования и прозрачность процедур введения нового регулирования. Понятно, эти темы находятся в некоторой взаимосвязи друг с другом, но каждая из них по-своему важна.

Я бы хотел сказать, что ЦБ уже ведет работу по этим направлениям. Например, в прошлом году было принято положение о правилах подготовки нормативных актов Банка России. И можно сказать, что эту работу Банк России сделал, в том числе, в связи с запросом рынка. В положение это заложено достаточно много правильных идей, но очевидно, что у него есть и потенциал для улучшения. Прежде всего, на рынке достаточно распространено мнение, что неоправданно коротким является период публичного обсуждения в 14 дней, как базовый параметр, который может сокращаться по решению председателя ЦБ либо увеличиваться по решению соответствующего подразделения. Есть смысл гармонизировать эти сроки публичного обсуждения с соответствующей процедурой у федеральных органов исполнительной власти, где, как вы помните, максимальный срок

публичного обсуждения составляет 45 дней для тех проектов, у которых высокая степень регулирующего воздействия на рынок. Естественно, оставив право Центрального банка в каких-то экстренных случаях сокращать период. Это первое.

Второе — со стороны ряда участников рынка, даже многих участников рынка есть беспокойство относительно того (не беспокойство, а даже недовольство, если прямо сказать), что после процедуры общественного обсуждения нормативные акты иногда довольно сильно меняются по сравнению с тем, что было предметом обсуждения. И природа этих изменений не всегда понятна участникам рынка. Плохо, если такой акт еще иногда имеет и короткий срок вступления в силу. Я думаю, что эту проблему тоже можно довольно безболезненно для регулятора поправить, если ввести в практику механизм обязательной обратной связи в виде перечня принятых и отклоненных предложений с некими объяснениями причин, по которым те или иные предложения были отвергнуты. Не думаю, что это повредит каким-то сакральным функциям Центрального банка, но это укрепит доверие к его политике.

Далее хотел бы сказать, что вообще сейчас, по разным причинам, наша индустрия финансового посредничества переживает не лучшие времена. Да, на законодательном уровне принят ряд стимулов для частного инвестора, да, финансовые технологии развиваются, это тоже стимулирует людей к инвестициям. Но мы все понимаем, что есть обстоятельства, в которых мы живем, и изрядная часть их от нас мало зависит. Я бы сказал так, что, на мой взгляд, абсолютно правильным является фокус регулятора на поддержание финансовой стабильности, прозрачности и на защиту прав потребителя. Это абсолютно верные приоритеты. Но, вместе с тем мы с вами должны слышать и взгляд многих

участников рынка о том, что возросла административная нагрузка на бизнес.

Я, честно говоря, думаю, что интуитивно это произошло каким образом? Все-таки традиционно Центральный банк определял всегда довольно жесткую регулятивную, надзорную нагрузку на банковский сегмент. Получив в сфере регулирования и надзора финансовую индустрию, он интуитивно, без всякого злого умысла, перенес часть этих привычек и традиций на финансовую индустрию, размеры субъектов в которой значительно меньше, некоторые из них — это совсем малые и средние бизнесы. И, мне кажется, надо думать, как и каким образом сокращать это регулирование, делая его гибким и риск-ориентированным.

При этом, мне кажется, сами участники рынка должны с пониманием и готовностью относиться к тому, что мир стремительно становится прозрачным, и они должны тоже становиться прозрачными. Вот в этой части я бы Центральный банк поддерживал во всех отношениях. Но современные надзорные технологии и вообще внедрение всякого рода финансовых технологий, кажется, может помочь Центральному банку в решении этих задач, делая надзор все более пруденциальным, но при этом снижая всякого рода бумажную нагрузку, особенно на небольшого размера компании. В общем, задача здесь — проанализировать масштаб этой проблемы и найти правильный баланс, который будет приемлемым для рынка и правильным для регулятора.

В этой связи есть некий набор идей, который обсуждается с нашим, в том числе, участием, и в Центральном банке и участниками рынка, некие базовые принципы, которые надо в эту деятельность вложить.

Первый принцип мы бы сформулировали так: вся повестка на столе. То есть кроме основных направлений развития рынка, принятых Центральным банком, кроме проекта «233 КРІ» (ко-

торых уже не 233, а другое количество, но, тем не менее, проект живет под прежним брендом), у регулятора есть базисный план нормотворческой работы. Кажется, что его можно просто опубликовать и это даст всем участникам рынка более четкое представление о политике регулятора, о его планах. Я не думаю, что есть какие-то серьезные противопоказания, скорее всего, просто это по каким-то техническим причинам до сих пор не произошло. Но, если бы это стало практикой, кажется, это было бы здорово.

Также мы обсуждаем с Центральным банком процедуру оценки и регулирующего воздействия. И будет здорово, если при разработке нового регулирования инициатор регуляторных изменений рассчитает также ожидаемые затраты и регулятора, и участников рынка на соответствие, и соотнесет это с теми эффектами, которых он хочет добиться. Тогда можно будет более рационально принимать решение. Такой подход регулятора будет хорошей основой для выработки долгосрочной политики, которая будет способствовать развитию рынка.

И последний принцип, о котором я тоже вскользь упомянул — это выявление резервов для дерегулирования и снижения административной нагрузки. В этом направлении, наверное, имеет смысл провести ревизию требований к отчетности и персоналу участников рынка. И, очевидно, пора переходить к пропорциональному регулированию, о чем я тоже сказал. По-моему, с этим уже все согласны, и надо более энергично двигаться вперед.

Со своей стороны мы, как рабочая группа и как Аналитический центр «Форум», который является бэк-офисом рабочей группы, готовы в этой работе принимать самое активное участие. Спасибо.

Эльвира НАБИУЛЛИНА. Прокомментирую.

Первое — мы согласны с тем, что регулятивная нагрузка высокая. Как нужно решать эту проблему? Согласна,

опять-таки, прежде всего, через пропорциональное регулирование, риск-ориентированное регулирование и риск-ориентированный надзор. Это касается и видов операций (с финансовым рычагом/без финансового рычага, с использованием клиентских денег/без использования клиентских денег), и объемов операций. Безусловно, должно быть разное регулирование. Мы пытаемся пока вводить только элементы. Я уже говорила, что Банк России опубликует доклад «Пропорциональное регулирование», мы хотим увидеть реакцию рынка. Потому что действительно для нас очень важны вопросы и финансовой стабильности, и устойчивости финансовых институтов, в этом видим предпосылку для улучшения доверия к финансовым институтам. Это нужно делать. Но все это должно быть разумно и пропорционально.

Конечно, нужно сокращать административные издержки. В небанковском секторе мы раньше, чем в банковском, ввели общение через «личные кабинеты». Считаем, что это полезно, что и дальше нужно дигитализировать отношения регулятора и профучастников.

Мы поменяли отношение к инспекциям. Теперь у нас контактный надзор происходит только в том случае, если дистанционный надзор по бумагам выявляет отклонения. Мы уходим от одинаковой для всех регулярности проверок. Проверки делаем не комплексными, а тематическими, понимая, что нагрузка и частоты проверок, и комплексности проверок — это не всегда оправданно. Поэтому будем дальше здесь двигаться.

Да, я положительно отношусь к тому, чтобы опубликовать план нормотворческой работы. Правда, этот план в значительной степени зависит от того, как быстро будет приниматься решения. Дума. Но, безусловно, вся повестка должна быть на столе, с принципом согласна.

Банк России готов выявлять резервы дерегулирования и вместе с центром «Форум» совершенствовать институты

оценки регулирующего воздействия. Я лично в оценку регулирующего воздействия очень верю, считаю, что это правильный инструмент взаимодействия с рынком. Но нам сейчас его недостаточно, оценка фактического воздействия не менее важна. Вот мы много инициатив по регулированию уже приняли. Что [с каждой из них] происходит реально — достигли мы цели или не достигли? Эту работу вместе с участниками рынка сейчас будем проводить, и надеюсь, Аналитический центр «Форум» выступит как независимый оценщик фактического воздействия. Потому что не только регулятор должен оценивать, и не только участники рынка, это должна быть оценка профессионалов. И мы можем обсудить весь комплекс больших регуляторных новаций, которые были в последние годы. Мы должны оценить, к чему мы пришли, где нам нужно что-то убрать, что-то откорректировать, что-то делать наперед. Мы этой работе придаем большое значение.

Еще раз соглашусь, тема регуляторной нагрузки, ее сокращения, оптимизации — это один из приоритетов в развитии финансового рынка.

Олег ВЬЮГИН. Александр Константинович, к вам очень много вопросов. Я бы хотел, поскольку есть ограничения по времени, обозначить наиболее любопытные для аудитории. Первый вопрос совсем трудный. Сегодня инвестор, я, например, — я хочу проинвестировать, для этого могу пойти в доверительное управление к посреднику, могу купить пай, но тоже через брокера, и, наконец, могу через брокера получить прямой доступ к бирже, к инструментам, которые она предлагает, и самостоятельно принимать решение.

Маркетплейс эту картину меняет. Он как бы говорит, что теперь на рынке, в конечном счете, будет витрина, агрегатор и исполнитель. Исполнитель — это, скорее, биржа, может быть, с расширенными функциями. И естественно, у участников рынка возникает много

вопросов: «А где же тут я? где моя маржа?» и так далее. Вот, выскажитесь на эту тему, если можно.

Второе — это вопросы совсем в другой плоскости. Биржа концентрирует самую полную информацию о том, что происходит на рынке. От нее как от инфраструктурной организации зависит, какие мы услуги получаем — по качеству, по количеству, по разнообразию. Вот, оцените, пожалуйста, этот аспект. Ведь не секрет, что лет пять назад, когда мы затевали инициативы, во многом была ориентация на иностранного инвестора, который раскрутит рынок и его сильно поднимет, и на него потом придет внутренний инвестор, и рынок будет процветать.

Сегодня ситуация несколько поменялась — или не поменялась? И как должна тогда работать наша инфраструктурная система, потому что «Московская биржа» — это группа, в которую входит и клиринговый центр, и центральный контрагент, и Национальный расчетный депозитарий. Как вы видите приоритеты в этой ситуации?

Два достаточно весомых вопроса. Я вам могу только посочувствовать. Александр АФАНАСЬЕВ. А я могу только порадоваться. Спасибо большое. Действительно, главный тренд, который мы увидели в прошлом году, и все об этом сегодня говорили, Эльвира Сахипзадовна с этого начала, — это, конечно, ритейлизация финансового бизнеса. На финансовый рынок пришел ритейловый клиент в большом количестве.

Сегодня называлось много цифр, давайте назову еще одну: 250 тысяч счетов новичков. Вновь пришедших на рынок участников — 250 тысяч. Это рекорд за все время наших точных наблюдений, а мы точные наблюдения ведем где-то с начала 2000-х годов. Более того, первый квартал — это еще 65 тысяч. То есть, тот же темп сохраняется, это не разовое явление прошлого года. И каковы причины этого?

Ну, сейчас много говорили о первой причине, и она абсолютно справедлива — совершенно изменилось качество регулирования. Это действительно замечательная история — изменилось качество регулирования, изменилось качество надзора. Законодательно возник ряд целый не просто инициатив, а уже свершившихся фактов, которые заработали. Они никогда не работают моментально, потому что рынок все-таки скорее органика, чем механика. Клиентский спрос нужно выращивать, как сад выращивают. Но, тем не менее, ИИСы, пусть не с первого месяца, но, смотрите, как заработали. Другие инициативы заработали, в том числе, в области налогообложения. Об этом мы говорим достаточно много и это правильно.

Есть вторая причина, о которой тоже надо вспоминать. Все-таки нелегко подвинуть человека на то, чтобы он из консервативного вкладчика стал инвестором на финансовом рынке, это непростой шаг: нужно открыть вообще другой счет, нужно подписать совсем другие документы, начинаются отношения с депозитарием, которых не было никогда раньше. Инвестор попадает в новую для себя среду, не столь комфортную, может быть, как уже существующие банковские отношения.

Для этого нужна была еще и экономическая причина. Несомненно, она произошла: сократились ставки по банковским вкладам, что отражает общий уровень снижения ставок. А низкие процентные ставки — это, в общем-то, всегда при прочих равных очень неплохая новость для фондового рынка, потому что инвестор начинает активнее искать новые направления инвестирования. И это произошло.

Но произошло еще и по третьей причине. О ней мы говорим мало, я вот именно на конференции НАУФОР хочу в первую очередь сказать — это работа индустрии. Потому что индустрия, не покладая рук, занималась маркетингом в трудные времена, когда он не при-



носил больших денег, с одним из самых низких уровней комиссии в мире. В России очень трудно создать чистый экзекьюшн, когда брокер занимается исключительно расчетами и обеспечением доступа для ритейла.

Я нисколько не хочу обидеть банки, потому что многие из них чрезвычайно активны в области брокериджа. Но, тем не менее, главную роль здесь сыграл брокер, а ему труднее. Вот посмотрите, сейчас клиент приходит на рынок операций с фиксированной доходностью, это рынок традиционно банковский. Но по факту из 250 тысяч счетов 2/3 принесли клиенты брокеров, а брокерам [работать на этом рынке] труднее. Потому что банковские отношения уже есть у любого практически человека, который имеет работу, имеет источник доходов, потому что ему нужен какой-то счет, на который он получит зарплату, через который будет проводить платежи хотя бы. Следующий шаг — наверное, это депозит. А еще следующий шаг — кредит. Вы знаете, какая защита существует у банковских вкладов: это и защита АСВ полнейшая, это и защита налоговой. [На фондовом рынке] шаг за шагом стали к этому уровню приближаться. Сейчас предлагают защиту для купона по облигациям. Идет разговор о том, чтобы сделать защиту по счетам ИИС — пока только от мошенничества.

Наверное, я готов согласиться с тем, что на первом этапе можно с этого начинать. Вспомните, ведь и про АСВ были примерно такие же разговоры: что наиболее надежные крупнейшие банки фактически будут спонсировать мелких, ненадежных, слабых и так далее. Наверное, такие же вопросы придется еще раз обсудить, когда мы будем обсуждать тему гарантирования инвестиций физических лиц через брокеров. Но, мне кажется, очень важно начинать эту дискусию.

Очень важно также начинать дискуссию о сегрегации клиентских счетов — очень тонкая тема, она будет

обостряться, я думаю, со временем. Потому что клиент, с одной стороны, проинформирован о том, что у него есть некоторый риск на брокера, на его риск-менеджмент, не только на мошенничество. Но, с другой стороны, нужно смотреть и на бизнес-модель самих брокеров: нормально, что они используют средства и бумаги одних клиентов для квазикредитования и обеспечения операций других клиентов, это тоже в порядке вещей. Мне кажется, это тоже должно стать большой темой дискуссии.

Теперь относительно того — иностранцы или российские участники. Я, честно говоря, за свою профессиональную жизнь на финансовом рынке не очень замечал, чтобы требования тех и других сильно отличались от представления о том, какой уровень надежности должен быть обеспечен, какой должен быть обеспечен уровень транспарентности рынка и так далее.

Чем они отличаются? Иностранные инвесторы больше доверяют очень профессиональным, мощным коллективным фондам, которые представляют их интересы, которые очень профессионально действуют на рынке. И в меньшей степени это развито в России, вообще на развивающихся рынках. Где внутренний спрос — это, в первую очередь, ритейловый спрос, а не коллективные инвесторы. Последние, к сожалению, сильнее на рынках развитых, которые распирает от ликвидности, которые ищут по всему свету, куда ее вложить. Все-таки на развивающихся рынках ситуация не совсем такая. Поэтому мы с самого начала, когда ориентировались на многочисленные реформы инфраструктуры, конечно, смотрели на интерес инвестора вообще. И задавались вопросом, когда же проснется, наконец, интерес российского инвестора, который начинается с ритейла. И вот он проснулся, и он очень разный.

Главный вывод, который я могу сделать из того, как себя ведут на бирже розничные инвесторы — они очень

здорово диверсифицировались. Как правило, немного раньше ритейловых инвесторов представляли два разных типа. Один — это такой алгоритмист, который работает день и ночь напролет, уже забыл про семью и про другую работу, смотрит на Форекс 24 часа в сутки и, наверное, не сможет захлопнуть компьютер до 11-50, когда закрываются последние стаканы на бирже. А есть другой тип — это инвестор, в основном, в акции, который постоянно консультируется с брокером, который и сам принимает сложные решения. Но сейчас появились и другие типы инвесторов. Во-первых, пришел инвестор, которого я бы назвал «long only». Этот новый инвестор начинает с продуктов, которые ему понятнее, ближе к депозиту — это облигации, а вот следующим шагом он чаще всего идет на рынок акций все-таки.

Смотрите, вот придумали самый консервативный продукт (извините, пожалуйста, Алексей Владимирович) — депозит Минфина. Он называется «народные ОФЗ», потому что практически не имеет ни рыночного риска, ни вторичного обращения. В этот инструмент пошел очень консервативный клиент, старшее поколение. Так вот, 22% из них сейчас уже перешли в другие продукты, стали пробовать после открытия брокерского счета торговлю акциями. Так что ОФЗ — отличный продукт с точки зрения того, что совершил прорыв для определенной категории граждан. После «народных ОФЗ» они открыли брокерские счета и пошли дальше. Половина открывающихся ИИС — это счета новых, впервые пришедших на рынок инвесторов, из них половина начала с облигаций, а потом перешла, в том числе, в акции.

А что они делают в акциях? Коллеги, обратите внимание, какое важнейшее событие мы сейчас переживаем: дивидендная доходность по бумагам, входящим в индекс, стала в среднем составлять где-то 5,8%. А теперь посмотрите на ставки по депозитам в банках, особенно в ведущих банках: там доходность существен-

но выше 4–5% надо уже поискать. Этого не было никогда раньше: дивидендная доходность российского рынка сопоставима с доходностью депозита. А что это значит? Значит, инвестор в акции может не очень внимательно (хотя это трудно) ежедневно следить за движением цен. У него важным ориентиром становится доход от дивиденда, помимо роста рыночной стоимости, с которым сейчас в наших сложных условиях, конечно, все не так просто. Это очень важно: пришел новый тип участника.

Ну, и ближе к последнему вашему вопросу, Олег Вячеславович. А еще происходит определенная сегрегация: появился новый тип инвестора, который открывает счет исключительно удаленно. И возраст у него — лет 30, реже 35. Более того, если бы ему не дали возможность работать удаленно, он бы на финансовый рынок не пришел, да ни на какой рынок не пришел. Мы видим таких инвесторов, мы их опрашиваем иногда. Они говорят, что 1000 долларов они охотней принесли бы в первую очередь и не в акции, и не в облигации, и не на срочный рынок, а в биткоин. Сейчас они, может быть, передумали (поскольку курс у биткоина поменялся), но завтра найдут еще что-то. Не уверен, что это будут непременно акции «Газпрома».

Так что не маркетплейс является вызовом. Вызов — вот это поколение. Которое по-другому в игры не играет, другого ничего не видит. Вызов — это дигитализация, которая сама по себе приносит существенные изменения, особенно в стандартные продукты.

Поэтому еще одна законодательная инициатива, о которой мы так много говорили, — это законодательство и регулирование, которое будет обеспечивать права инвесторов в области ICO. С криптовалютой ли, без криптовалюты ли. Нужны формулировки того, что такое токен, каковы обязательства по нему, что общее скрывается за этими обязательствами и так далее. Возникла как бы технология вместо института, ее назвали

блокчейн, но оказывается, что совсем без института не обходится, потому что эмитент токена — это институт, и многие из них в последнее время уже показали, что им доверять нельзя. Значит, нужен, видимо, еще какой-то институт, который будет помогать повышать доверие со стороны участников.

И вот тут появляется третий тип инвестора. Вчера он тоже существовал, только у него денег не было, а сейчас деньги появились: подросли ребята. И вот они приходят на маркетплейс. Маркетплейсы бывают разные, биржа тоже их делает разными. У нас в проекте — два маркетплейса.

Под первый подписались уже девять ведущих брокеров, мы очень благодарны им за это. Мы проверили вместе с ними по статистике, что новый клиент, приходящий на фондовый рынок, сначала заходит на сайт биржи. Имена ведущих брокеров и банков он узнает потом. Сначала, собираясь «торговать на бирже», он открывает биржевой сайт, а он у нас очень профессиональный. Там написано про режим торгов, про единый пул обеспечения, про услуги центрального контрагента.

Для клиента мы создали отдельный сайт. Ну, это понятно, клиенты биржи, строго говоря — это профессиональные участники, им не нужно многие вещи разжевывать. А вот сейчас мы затеяли отдельный заход на отдельный сайт, который более прост. Девять брокеров видят в этой простоте возможность ускорить первичное привлечение клиента. И мы договорились, что новые клиенты видят этих девяти брокеров понимают, через кого из них они хотели бы сделать свое первое движение на рынок и открыть счет дистанционно. Проект только начался, но там уже порядка 1000 человек запросили брокеров и 149 уже открыли счет брокерский таким образом. Это маленький маркетплейс.

Олег Вячеславович приводил в пример маркетплейс Сбербанка. Вот то, что

делает Московская биржа совместно с Банком России и еще целым рядом партнеров, (хочу подчеркнуть, что это открытый проект) — это немножко перпендикулярно тому, что делает Сбербанк. Сбербанк говорит: «Большое количество различных финансовых и нефинансовых продуктов, которые интересны физическому лицу, можно делать через меня». Тот маркетплейс, который сейчас является инициативой Банка России — это когда все, что делают разные участники, можно увидеть в одном месте и сравнить условия. Так сказать, один маркетплейс горизонтальный, а другой — вертикальный.

Какую он несет угрозу для рынка? Он нес бы угрозу, если бы стал монополистом юридически, если бы Банк России сказал: «Все обязаны прийти сюда». Но я никогда не слышал, чтобы Банк России такое произносил.

Второй момент. Есть опасение, не придет ли таким образом клиент целый ряд продуктов, минуя брокера, через этот маркетплейс. Но в моем представлении дополнительная стоимость, которую приносит брокер — это не только деньги, это не комиссии, а это широта всего объема услуг, который предоставляет брокер: это консультации, это удобство подключения, это удобство определенных интерфейсов, это реклама и маркетинг. Однажды брокеры уже привлекли физических лиц на биржевой рынок валюты, потом так же произошло с бондами. И банки, имея альтернативу потерять депозит — или потерять клиента вовсе (если он уйдет в облигации и покинет банк), тоже стали активнее заниматься брокериджем. Это очень хорошо, с моей точки зрения.

Маркетплейс как открытый проект представляет собой некоторый новый подход. Мне кажется, что для успешного развития этого проекта брокеры могут рассматривать его как способ аквизиции новых клиентов в первую очередь, и, во-вторых, они могут расширять сервисы и кастомизировать тарифы. Потому



что сейчас у брокера один общий, очень низкий, тариф включает все-все-все. Надо немножко отучать клиента от этого, потому что за профессиональную услугу надо платить отдельно. Спасибо. **Олег ВЬЮГИН.** Спасибо, Александр Константинович. Нам, наверное, не дано предугадать, как наше слово отзовется. На самом деле, революционные изменения будут. Правда, революция — это когда изменение происходит быстро, а здесь будет медленно. Но изменения будут. Вот вы правильно заметили: брокеру нужно задуматься, что именно он может предложить клиенту. Есть простой

подход: «Заходите через меня, я вам счет открою, буду выполнять операции по вашим приказам». А есть более широкий подход, который оставит клиента за брокером. Наверное, где-то здесь нужно смотреть, потому что, конечно, маркетплейс сильно поменяет рынок. У нас осталось еще немножко времени. Если есть желание что-то сказать по маркетплейсу, пожалуйста. **Эльвира НАБИУЛЛИНА.** Буквально два слова. Все-таки это действительно наш проект. Еще раз хочу подчеркнуть: принцип открытости этого проекта — самый важный. Мы не создаем никакую

монополию, скорее, препятствуем монополии частных крупных игроков. Это некоторый выбор, и клиент всегда сможет выбирать разные платформы. Это новая возможность.

И действительно есть озабоченность, что будет, прежде всего, с брокерским бизнесом. Об этом сказал Олег Вячеславович. Ну, наверное, брокерский бизнес станет еще более кастомизированным. Потому что на маркетплейсе в основном присутствуют стандартизированные продукты, дистанционная продажа, — все это скорее для массового потребителя. А брокерский бизнес с

развитием этих платформ (не только нашего проекта, такие платформы будут развиваться и в частном секторе), конечно, должен думать о будущем бизнесе. Но это нужно стимулировать, нужно развивать, потому что — что такое маркетплейс для нас? Это снятие регуляторных барьеров для новых технологических решений в области дистанционной продажи финансовых продуктов, причем разнообразных. Поэтому мы готовы обсуждать этот проект, но его надо скорее реализовывать и открывать дорогу новым возможностям для клиентов. **Олег ВЬЮГИН.** Спасибо. У меня последний вопрос ко всем участникам. Такой простой вопрос. Инвестиционный пенсионный капитал — что мешает реализации? Что является препятствием в деле конструирования системы, которая позволила бы гражданам накапливать на будущую пенсию благополучно, без отмены решений, которые ранее были приняты. Что мешает? Пожалуйста, ну вот такой интересный вопрос.

Эльвира НАБИУЛЛИНА. Давайте я начну. До сих пор, мне кажется, одним из препятствий было то, что не складывалось консенсуса как в обществе, так и в правительстве относительно необходимости вообще накопительного элемента в пенсионной системе. Есть иллюзия у некоторых (на мой взгляд, это иллюзия), что пенсионная система может развиваться чисто на распределительных основах, и накопительный элемент — это вычет из распределительной системы. На взгляд Центрального банка, накопительный элемент необходим, прежде всего, для того, чтобы обеспечить достойную пенсию для пенсионеров. Нам говорят, что следует экономически смотреть на длинные деньги. Да, длинные деньги появляются, но прежде всего накопительный элемент нужен для обеспечения достойной пенсии в условиях нынешней демографии (я не буду распространяться об этом). Демография

диктует необходимость накопительного элемента.

Но есть и более технические вещи, которые мешают продвигать даже концепцию индивидуального пенсионного капитала — это, в том числе, автоподписка, то есть, насколько добровольная система навязана государством. Но я надеюсь, что мы эти вопросы решим. Основное — это то, что нужно вернуть в пенсионную систему накопительный элемент.

Олег ВЬЮГИН. Ну, и, наверное, создание прозрачной и понятной системы регулирования этой деятельности и контроля риска пенсионных фондов.

Эльвира НАБИУЛЛИНА. Я считаю, что мы здесь уже продвинулись, потому что вначале были опасения по поводу сохранности денег в негосударственных пенсионных фондах. Но была создана, во-первых, система гарантирования пенсионных накоплений. Она создана, она работает. Во-вторых, негосударственные пенсионные фонды подверглись пристальному вниманию регулятора, скажем так. Сейчас проходят стресс-тесты — это серьезные изменения. И, на наш взгляд, качество управления активами там улучшается и будет улучшаться. Поэтому озабоченность по поводу индустрии должна снизиться, есть основания для того, чтобы она снизилась.

Олег ВЬЮГИН. Хорошо, спасибо. Есть еще желающие высказаться по этому вопросу? Да, пожалуйста, Алексей Владимирович.

Алексей МОИСЕЕВ. Мне кажется, прежде никогда не было устойчивого длительного периода низкой инфляции. Не будет низкой инфляции, не будет никаких пенсионных накоплений. Ключевой абсолютноно фактор. Вот она у нас сейчас всего один год держится низкая. Надеюсь, что несколько лет побудет такой, будут и накопления.

Олег ВЬЮГИН. Да, кстати, действительно, это вроде бы незаметная, но

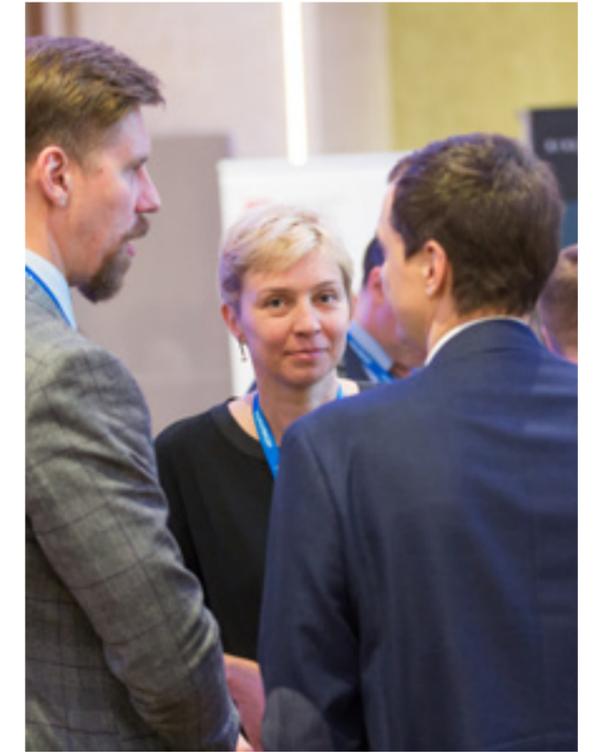
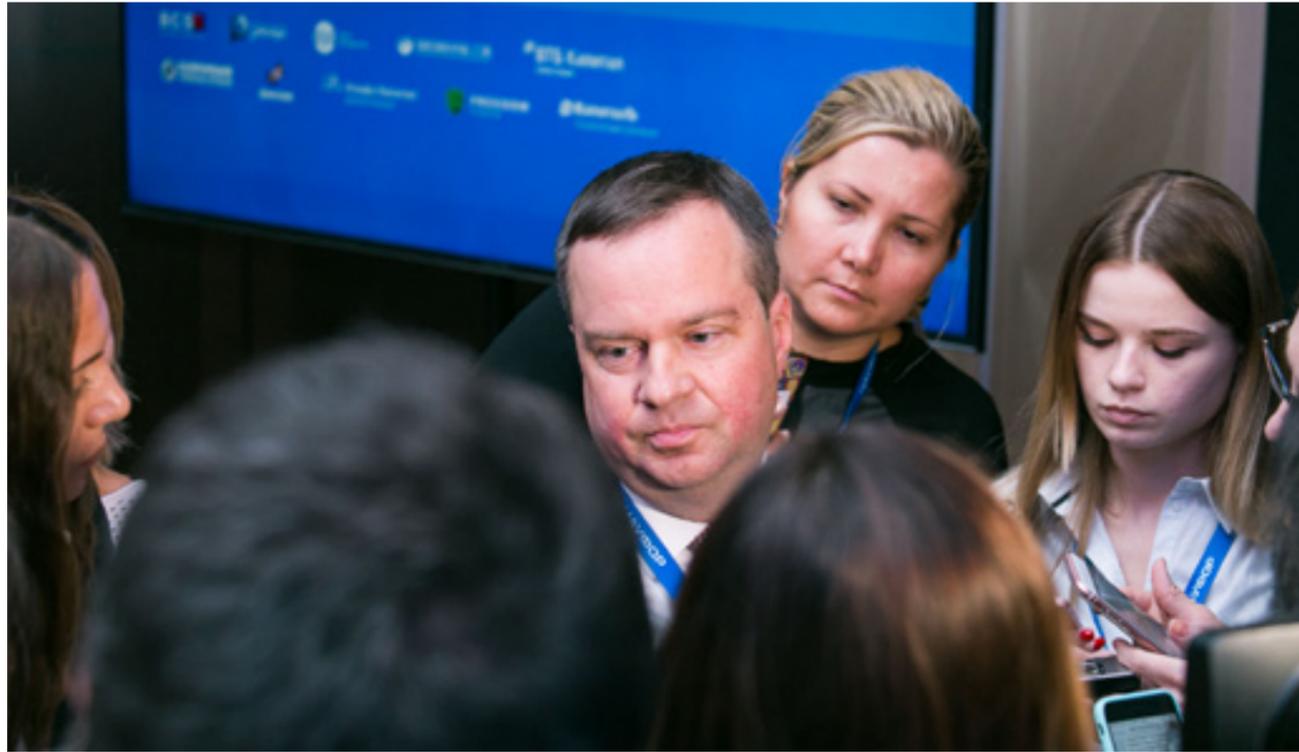
очень важная вещь. Есть понимание, что научились это делать, и если есть политическое желание, то инфляцию всегда можно контролировать. Алексей Владимирович правильно заметил. **Алексей МОИСЕЕВ.** Можно еще добавить? Мне кажется, что мотивация совершать накопления и держать эти накопления происходит иногда в России в довольно экзотических формах. Все знают, что российское население очень любит недвижимость как раз потому, что считает это надежным, чем-то вроде пенсионного вклада. Кто-то собирает монеты из драгоценных металлов, тоже из соображений, что это можно потрогать. Вот есть либо свидетельство о недвижимости, либо монета в руках. Какой-то управляющий, какой-то пенсионный фонд — этому доверяют пока меньше. Вот надо, чтобы этому доверяли больше.

Я знаю, обсуждалась идея индивидуальных пенсионных счетов: чтобы можно было также потрогать какой-то сертификат и понять, что я этим владею в такой же степени, как недвижимостью и монетой, только с той еще разницей, что счет работает в экономике и дает процент.

Олег ВЬЮГИН. Да, правильно вы вспомнили, что недвижимость — это пенсионный капитал для многих. Это действительно так. Правда, цена недвижимости тоже, оказывается, бывает всякая. Она не только растет, да. И не шибко ликвидна, кстати, недвижимость.

Ну, хорошо. Дорогие друзья, наше время подходит к концу. Что могли, то сделали. Надеюсь, что вопросы, которые мы тут обсуждали, найдут свое дальнейшее продолжение в обсуждениях на конкретных панелях. Хочу пожелать вам успехов. А всех участников этой дискуссии поблагодарить за то, что они, на мой взгляд, достаточно интересно и содержательно выступали. ■





Теплый надзор

24–25 АПРЕЛЯ ПРОШЛА ЕЖЕГОДНАЯ КОНФЕРЕНЦИЯ НАУФОР «РОССИЙСКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК. 2018» В РАМКАХ КОНФЕРЕНЦИИ СОСТОЯЛАСЬ ПЛЕНАРНАЯ СЕССИЯ «ТРАНСФОРМАЦИЯ ИНДУСТРИИ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ. СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ МЕХАНИЗМОВ НАДЗОРА»

Участники: Алексей Большаков, генеральный директор компании «Ситигруп Глобал Маркетс»; Василий Заблоцкий, президент НФА; Андрей Звездочкин, генеральный директор ООО «Атон»; Ирина Кривошеева, председатель Правления, генеральный директор УК «Альфа-Капитал»; Олег Михасенко, президент ФГ БКС; Владимир Потапов, главный исполнительный директор компании «ВТБ Капитал Инвестиции»; Владимир Чистюхин, заместитель Председателя Банка России; Андрей Шеметов, руководитель департамента глобальных рынков, управляющий директор компании Sberbank CIB.

Модератор — Алексей Тимофеев, президент НАУФОР.
Алексей ТИМОФЕЕВ. Уважаемые коллеги, дорогие друзья, позвольте вас приветствовать на конференции НАУФОР! Для меня очень большая честь организовывать мероприятие такого масштаба, как нынешнее. Интерес столь высокого уровня к нашей конференции является признанием роли рынка, к которому мы все принадлежим.

Хотя тема нашей пленарной сессии больше про надзор, я предлагаю поговорить не только о нем. Начну с такого вопроса: что, на ваш взгляд, является наиболее важным из происходящего на рынке? Что заставляет индустрию трансформироваться, что не позволяет ей остаться прежней? Что нельзя проигнорировать в своем бизнесе? Алексей, может быть, начнем с тебя?

Алексей БОЛЬШАКОВ. Спасибо за приглашение. Огромная аудитория. Индустрия растет, интерес к мероприятиям НАУФОР очевиден.

Некоторые проблемы, к сожалению, я не смогу комментировать из-за просьбы отдела комплайенса. Из того, что подлежит обсуждению — по-прежнему несколько расстраивает то, что практически все инвесторы, с которыми нам приходится общаться, — иностранцы. Российский рынок — единственный из крупных глобальных рынков, которые торгуются по много миллиардов долларов в день, где нет никаких ограничений на вывоз капитала, где очень удобная инфраструктура. При всем этом локальные инвесторы составляют крошечный совершенно



сегмент и на рынке акций, и на рынке (в меньшей степени) облигаций. Очень странная ситуация. Мне кажется, есть огромные перспективы для «импортозамещения» иностранцев на локальных инвесторов.
Алексей ТИМОФЕЕВ. Олег, продолжишь?
Олег МИХАСЕНКО. Добрый день всем, продолжу. Больше всех волнует, конечно, когда же закончится все это. Казалось бы, мы уже все прошли, за четыре года к санкциям привыкли все, однако новая волна санкций маленько поразила. Согласен с предыдущими выступающими, санкции — надолго. Поэтому надо изучать такого рода ситуации как стресс-сценарии, и делать на этом основании серьезные выводы.

Наши внутренние ресурсы, конечно, должны переходить на рынок. Если действительно будет низкая инфляция, будут падать депозитные ставки, то мы будем видеть все больше частных инвесторов, вкладывающих в российские ценные бумаги. И надо их развивать, конечно. Люди сейчас приходят в инвестиционные компании за советом, очень много таких людей. Надеюсь, в России появится институт финансовых эдвайзеров — это большой потенциал.

Мне кажется, самое главное сейчас — диджитализация. Сейчас Банк России ведет пять очень интересных проектов, они все полезны именно для развития диджитала. Уверен, что успех этих проектов изменит отношение к рынку

клиентов, в первую очередь ритейловых, позволит увеличить объем инвесторов. Самое главное, чтобы клиентам цифровые новые сервисы были удобны и понятны. Это даст серьезный толчок всему рынку. Спасибо.
Алексей ТИМОФЕЕВ. Спасибо. Василий, продолжишь?

Василий ЗАБЛОЦКИЙ. Да. Добрый день, уважаемые гости!

Что волнует наших участников? Этот вопрос уже поднимался сегодня: говорили о том, что возрастает регуляторная нагрузка. Рынок не очень активный, а регуляторная нагрузка значительная. Мы сейчас пытаемся вычислить в цифрах, понять — где и каким образом можно что-то улучшить для того, чтобы новые



требования регулятора были приемлемы для рынка.

Алексей ТИМОФЕЕВ. Алексей говорил о своего рода импортозамещении инвесторов. Олег говорил о развитии розничного сегмента. Что об этом думает Ирина Кривошеева?

Ирина КРИВОШЕЕВА. Спасибо за вопрос. Нам кажется, что 2017-й войдет в историю как год наиболее яркого развития индустрии коллективных инвестиций и доверительного управления. По доверительному управлению цифры уже прозвучали. В сегменте коллективных инвестициях в 2017 году рост составил свыше 67%, это абсолютный исторический рекорд чистого привлечения.

Нам кажется важным, что есть три источника поступления средств розничных инвесторов. Это не только переток средств из депозитов, но еще и переток средств из инвестиционной недвижимости. А также (хотя пока это небольшой источник) — деофшоризация, возврат средств российских клиентов в российскую юрисдикцию.

Но если попытаться оценить, много ли сделано, большой ли пройден путь — то нет. Вспоминается статистика: например, по итогам прошлого года доля инвестиций в США — 47%, в Китае — 24%, Индия — 6%, Россия — все еще 1–2%. Движение от текущего состояния в сторону Индии и Китая будет означать кратный, прорывной рост для индустрии управления активами, для доверительного управления — в контексте именно привлечения и работы с розничными инвесторами. Поэтому — тренд правильный, начало пути правильное.

Алексей ТИМОФЕЕВ. Спасибо. Владимир, что происходит на рынке такого, что регулятор не может проигнорировать? Согласны ли вы, что это — развитие розничного сегмента? Может быть, что-то еще?

Владимир ЧИСТЮХИН. Алексей, спасибо. Я хотел, во-первых, поблагодарить и Алексея Тимофеева, и Василия

Заблоцкого, потому что на этой конференции объединены лучшие силы рынка ценных бумаг. Это стоило коллегам больших трудов. Я бы очень хотел надеяться, что такого рода общи конференции станут традиционными.

Про тенденции. Я выделил бы пять ключевых черт, на которых сегодня строится наше видение финансового рынка.

Первая история связана с обеспечением прав и потребностей потребителей. Ощущение, что потенциал здесь очень большой, что мы точно можем сделать жизнь потребителя намного лучше и, соответственно, увеличить его доверие. Но очень непростая задача.

Вторая часть — потребности. Важно не только раскрыть всю информацию, объяснить про риски, но важно дать сервисы, которые нужны далеко не только розничному инвестору. Институциональный инвестор тоже нуждается в продуктах, зачастую более сложных, а это еще больший вызов для профучастников разного вида. Поэтому, во-первых, — концентрация на инвесторе, на клиенте, на потребителе. Во-вторых — развитие технологий. Развитие технологий ведет к видоизменению бизнес-моделей, на, в том числе, дополнительную активность регулятора, который пытается внедрить новые принципы, продукты, платформы. Здесь что очень важно: более мелкие компании зачастую имеют намного больше шансов реализоваться в этом смысле, потому что у них нет бюрократизированных процессов, нет уже сложившихся успешных бизнес-моделей, на которые потрачены десятки миллионов рублей (а может, даже долларов), и, соответственно, они быстрее трансформируются. Отсюда вытекает, в-третьих, — отход от универсальных подходов к регулированию. Мы действительно готовы к пропорциональному регулированию и надзору. Единственное, уважаемые коллеги, я надеюсь, что мы с вами одинаково понимаем эту историю. Это не только

изменение регулятивной и надзорной нагрузки в зависимости от объема бизнеса участника, но это и учет рисков. Это не только снижение надзора как такового, это еще и учет рисков составляющей. Ну, вы знаете, первые шаги мы в этом направлении уже сделали.

Четвертый аспект — более полное внедрение подхода, при котором содержание превалирует над формой. Мир быстро меняется, в нем трудно базироваться исключительно на формально закрепленных определениях, понятиях и т.д., так можно не успеть развернуть ни бизнес, ни надзор. Не уследить ни за рисками, ни за клиентами.

Ну и последняя история, я в нее верю, — это роль саморегулирования. Очень бы хотелось, чтобы через какое-то время роль стандартов, которые принимаются саморегулируемыми организациями, приближалась к той роли, которую сегодня играет регулирование Центрального банка (возможно, также иных государственных органов). Это было бы свидетельством зрелости рынка, зрелости его участников — самим определять правила игры, в какой-то степени ограничивать свою деятельность, защищать клиентов, устанавливать правила конкуренции ну и так далее.

Алексей ТИМОФЕЕВ. Спасибо большое. Андрей, продолжишь?

Андрей ЗВЕЗДОЧКИН. Спасибо большое. Я, может быть, начну с того, о чем думаю значительную часть своего времени. Бизнес может расти только в том случае, если клиенты получают то, за чем они в индустрию приходят.

Сейчас эти задачи становятся все более сложными. Кроме выбора инвестиционных инструментов (что само по себе задача нетривиальная), есть масса рисков, с которыми сталкиваются не только компании, но и сами клиенты. Последние новости в части санкций — это такая новая категория «черных лебедей», которые начали летать по просторам Российской Федерации.

Еще один важный аспект. Сегодня уже на первой сессии говорилось, что доверие имеет большое значение для нашей индустрии. Регулятор сделал большую работу с точки зрения того, чтобы с рынка ушли нечистоплотные игроки и финансовый сектор стал более стабильным. Но сделать рынок здоровым, повысить уровень доверия клиентов к индустрии — это задача не только регулятора, но и наша как участников рынка.

Сейчас происходит масса историй негативного характера: бизнесы исчезают, клиенты теряют свои деньги. В целом уровень доверия к финансовой индустрии невысок. Принципиально важно подумать над тем, каким образом отношение клиентов к рынку изменить. Это большой вызов, нежели для банковской индустрии, где есть система гарантирования, где государство возместит потери, по крайней мере, ритейловых клиентов. В нашем случае такой системы гарантирования нет, и, на мой взгляд, она не является чудесной таблеткой от всех проблем. Вопрос доверия — ключевой, и это забота не только регулятора. Спасибо.

Алексей ТИМОФЕЕВ. Раз уж зашла речь о системе гарантирования. Законопроект на этот счет прошел первое чтение (процедура теперь немножко иначе называется). Мы согласились с замечаниями Центрального банка, что терминология страхования не совсем уместна, от нее отказались. Я по-прежнему надеюсь, что в ближайшее время мы найдем консенсус по оставшимся вопросам. Найти его нужно, например, с такими большими финансовыми институтами, как Сбербанк (Андрей Шеметов на левом фланге от меня). Не то, чтобы я его провоцирую к высказыванию на этот счет, я по-прежнему хочу, чтобы он сказал о тенденциях — является ли развитие розницы основной тенденцией настоящего времени? И, ладно, система страхования — какую роль она могла бы сыграть?

Андрей ШЕМЕТОВ. Раньше брокеры делали сделки с голоса, потом появился ДМА, потом стало важно, чтобы сервер находился как можно ближе к бирже. Это нормально, развитие происходило и будет происходить всегда. Остановка ведет к дефолту, к уходу с рынка.

Другое дело, что скорость изменения сейчас очень велика, требования у клиентов гораздо более жесткие. Из интересных фактов: если клиент, работая с вашим приложением, делает больше трех кликов, то вы теряете 80% клиентов. Поэтому наша задача очень проста — соответствовать ожиданиям клиента. Сбербанк сейчас строит экосистему. Это значит, что, заходя в наше мобильное приложение, вы можете купить что угодно — машину, носки, путевку, акции, облигации, депозит... Это сложная работа, но она интересная и содержит много вызовов.

Что касается физических лиц, то спрос со стороны этой категории инвесторов сейчас увеличивается, спрос велик. Но я здесь вижу очень большую угрозу (о чем говорила Эльвира Сахипзадова) — миссэйл. Нельзя массового клиента допускать на рынок, не проведя определенных образовательных процедур и т.д. Надо начинать с простых продуктов, с облигаций, и только потом допускать к более сложным инструментам — акциям и уж тем более деривативам. Потому что индустрия один раз потеряла шанс, индустрия обманула клиента, когда продвигала ПИФы в свое время. Тогда мы потеряли доверие, сейчас российского рынка ПИФов практически нет, индустрия на нуле. Когда идет массовый клиент, риск миссэйла критичен, о нем надо очень хорошо думать.

Что касается страхования. Сбербанк вряд ли будет очень быстрым в изменении своих параметров, для нас это сложно, потому что мы большие. Но это дает возможность другим брокерам предоставлять лучшие сервисы и забирать свою долю рынка.

Но почему так много разговоров про страхование инвестиций? На риск потери чего следует давать страховку? Клиента все равно надо образовывать, он все равно будет брать риск. Речь о том, что профучастник будет бесплатно возмещать клиенту те потери, которые он понес, потому что он рискует? Мне не совсем понятна сущность этого вопроса на текущий момент, скажу честно. Мне кажется, что должна быть рыночная понятная простая конкуренция, без протекционистских мер. Спасибо.

Алексей ТИМОФЕЕВ. Владимир, какие тенденции на рынке видишь ты, какие тенденции заставляют трансформироваться такой большой институт, как ВТБ?

Владимир ПОТАПОВ. Мне кажется, большинство тенденций уже перечислено. Ключевая — переход сбережений в инвестиции через традиционные для развитых рынков механизмы финансовых инструментов начинают становиться данностью.

Конечно, история все равно дает подсказки, и те тенденции, которые можно будет увидеть на нашем рынке, где-то на других рынках уже реализовались. Если посмотреть, как традиционно происходило снижение процентных ставок на развитых рынках, то там оно приводило к увеличению в сбережениях домохозяйств доли финансовых инструментов. Тем более с эффекта низкой базы.

Андрей Жуйков сказал, что рынок ПИФов мертв, я этого не вижу, наоборот, — за прошлый год он увеличился в три раза.

Так что [увеличение доли инструментов фондового рынка] — ключевой тренд. А разницу я вижу в том, что уровень внимания к допущенным или возможным ошибкам сейчас намного более высок. Сегодня уже назван ряд проблем: миссэйл, структурные вопросы, риск-профилирование, единая экосистема. Если хотя бы 25% этих проблем будет честно решено, то наш рынок будет лучше, чем мы даже можем представить.

Внимание же очень велико, смотрите сами — зал полон.

Алексей ТИМОФЕЕВ. Переподписка здесь.

Владимир ПОТАПОВ. Уровень внимания, уровень понимания тренда — это, конечно, уникально новый и приятный фактор. А дальше ситуация будет зависеть от ключевых игроков, от регулятора — как они вместе отработают. Окно возможностей открыто. Думаю, оно будет открыто еще лет 10, несмотря на шум, который происходит. Потому что тенденция понижения ставок и низкая инфляция — это довольно системная вещь.

Сейчас рынок находится в интересной ситуации: можно закладывать довольно хорошие цифры гипотетического роста количества клиентов; но также надо закладывать (многие пока не хотят это закладывать) уменьшение маржи по этим клиентам. Потому что сейчас приходят клиенты качественно другого уровня. Они не готовы торговать на марже и тем более не готовы держать деньги просто так. То есть традиционные источники дохода брокеров, конечно, сейчас под большим давлением. Вот Андрей Шеметов сказал, что клиенту интересны облигации. Хорошо. Но вот клиент купил облигацию и три года в ней сидит. Мне интересно, что коллеги скажут по поводу интересности такого клиента для них.

Рынок находится в стадии трансформации, много интересных тенденций. Я думаю, что если выходить на него с любовью к клиенту и желанием что-то построить вдолгую, то есть хороший шанс получить довольно серьезный механизм трансформации сбережений в инвестиции.

Алексей ТИМОФЕЕВ. Спасибо. Андрей Шеметов, кстати, спровоцировал сразу несколько вопросов, которые я не хотел бы забыть. Первое — он, по сути, предложил инвестиционную стратегию, которую Сбербанк хотел бы адресовать своим розничным инвесторам. Но он

говорил об этом как о нормативном регулировании, как о том, что следовало сделать всем остальным, и это должно было быть предусмотрено нормативными актами. Согласны ли вы? Это дискуссия, в том числе, о категоризации клиентов (квалифицированные/неквалифицированные), следует ли позволить разным брокерам предлагать клиентам разные стратегии, разным управляющим предлагать разные стратегии...

А второй вопрос — недоверие к индустрии коллективных инвестиций. Наверняка Ире захочется сказать что-нибудь на этот счет.

Андрей ШЕМЕТОВ. Можно пояснить? Тут мои высказывания уже трактуют, а я еще живой пока, мне можно вопрос задать.

По поводу регулирования. Я говорю, что мы в ответе за своего клиента, мы должны его выводить на рынок плавно. Это не о том, что надо ужесточать регулирование. Есть риск-профилирование, надо использовать эти механизмы.

Второе — паевые инвестиции. Мой тезис заключается не в том, что их нет вообще. А в том, что ПИФов очень мало и они незначительны по объемам, хотя существуют десятки лет в этой стране, десятки. Если в Америке это 70% рынка, то у нас это копейки. На Западе никто из структур, делающих IPO, не просит почему-то паевые фонды, чтобы они вложились в это размещение.

Алексей ТИМОФЕЕВ. ПИФы — как хороший сыр, который должен отлежаться. (Смех в зале).

Андрей ШЕМЕТОВ. Важно, чтобы лежало в правильном месте. Чтоб не завалился, не закатился не туда. (Смех, аплодисменты).

Ирина КРИВОШЕЕВА. Андрей, в защиту индустрии паевых инвестиционных фондов. На американском рынке, ты не поверишь, тоже все не за один день происходило. Для развития индустрии взаимных фондов, индустрии управления

активами вполне себе 15–20 лет потребовалось. Мы понимаем, что нужно идти семимильными шагами и обеспечивать высокий уровень вечной самокритики, но все-таки перебарщивать не стоит.

Рынок паевых инвестиционных фондов, открытые фонды плюс интервальные — это сейчас уже порядка 200 млрд рублей. И в этой индустрии, по оценкам экспертов, 500 тысяч клиентов.

Может быть, это меньше, чем на Форексе, но это вполне себе понятная целевая аудитория, которая, кстати, последние три года очень осознанно выбирает именно облигационные паевые инвестиционные фонды. Не стоит недооценивать клиентов — их знания, их бережное отношение к заработанному кровным трудом.

Давайте не забывать: минимальная сумма для входа в ПИФ у большинства участников рынка — это либо сто рублей, либо тысяча рублей. С этой небольшой суммой клиент имеет возможность построения достаточно диверсифицированного портфеля, состоящего из набора ценных бумаг. Базовые преимущества, которые лежат в основе индустрии коллективных инвестиций, постепенно начинают работать.

Алексей ТИМОФЕЕВ. Олег Михасенко и Андрей Звездочкин наверняка хотели бы предложить своим клиентам более разнообразные стратегии. Олег, что ты думаешь о стратегиях, которые интересны розничным инвесторам, выходящим на рынок?

Олег МИХАСЕНКО. Самый главный принцип — мы должны понимать клиентов и продавать те продукты и услуги, которые им необходимы. Может быть, кто-то будет продавать в одном месте и акции, и носки, и машины. Но все-таки мы удовлетворяем инвестиционный спрос. Это и есть самая главная потребность нашего клиента.

Меня волнуют революционные движения, которые делает наш ЦБ. Я их поддерживаю с точки зрения цифровизации, но они должны быть понятны всем.

Поменяется ли модель нашего рынка, останемся ли мы как участники-брокеры — или нет? Или появится другая концепция — биржа-брокер, маркетплейсы, которым брокера так таковые уже не нужны. Потребности клиентов в подобного рода сервисах были и будут. Естественно, они меняются.

Сейчас очень много денег выводят с депозитов и ищут альтернативные продукты. Российские облигации — очень хороший продукт на замену депозитов. Задача нашей индустрии сделать их предложение качественным и очень удобным для клиента. Конечно, сейчас самыми революционными являются диджитал-технологии. Сейчас будут появляться маркетплейсы, будет большая конкуренция. Будут ли там продаваться носки или машины совместно с ценными бумагами, это уж как клиент себя поведет. Все возможно.

Алексей ТИМОФЕЕВ. В настоящее время идут очень большие вложения в евробонды. Когда началось колебание курса рубля, все покупали ETF. Структурные продукты, в которые на самом деле упакованы облигации — эту тему как будто бы зарезервировал за собой Андрей.

Андрей ШЕМЕТОВ. Алексей, это ко мне вопрос?

Алексей ТИМОФЕЕВ. Да, предлагаю тебе продолжить, а потом чтобы продолжил Андрей Звездочкин.

Андрей ШЕМЕТОВ. Хорошо, отвечу про структурные продукты. В Государственной Думе, наконец, подписали закон, теперь у нас официально появился «структурный продукт» и мы можем официально его продавать, — не комбинировать, а прямо маркетировать как есть. Во всем мире такие продукты есть. С защитой капитала, без защиты, с большим риском, вообще без риска... Это уникальный продукт, который можно сделать и для конкретного сегмента, и для конкретного клиента. Например, мы с Алексеем поспорили, я уж не помню, на какую вещь?





Алексей ТИМОФЕЕВ. Ну, если на мне нет какой-то вещи, значит, ее-то я и проспори.

Андрей ШЕМЕТОВ. Да. Лет пять назад мы пришли в Центральный банк с идеей сделать фонды с защитой капитала. Ну нет у нас такого юридического понятия, как «фонд с защитой капитала фонда», хотя в мире они продаются как раз для тех клиентов, которые держат свои активы в депозитах. А накопления на депозит они вкладывают в более рискованные инструменты, то есть фактически клиент защищен, а потенциальный риск может дать дополнительную доходность. У нас, к сожалению, нет этого понятия юридического. Чем больше таких продуктов будет сделано в России, тем легче нам будет удовлетворять клиентский спрос. Включая криптовалюту, конечно.

Алексей ТИМОФЕЕВ. Андрей Звездочкин. Володя, потом ты продолжишь?

Андрей ЗВЕЗДОЧКИН. Алексей, спасибо. Несколько мыслей хотел высказать. Все, что происходит сейчас на рынке, имеет свою историю. История 2008 года оказывает влияние на поведение клиентов сейчас. Действительно, в 2008 году многие из передовой части общества, которые приходили на фондовый рынок, обожглись.

В группе «Атон» есть и брокерская компания, и управляющая компания, и в принципе мы можем закрыть любую потребность клиента, предложить любые продукты. Но в большей степени клиенты выбирают либо брокерские счета, либо консультационный режим обслуживания: брокер дает советы, клиент полностью контролирует свой счет. На услуги управления активами пока приходится малая часть инвестиций. Почему это имеет место? На мой взгляд, по причине того, что люди еще помнят былое.

К счастью, эта ситуация меняется. Большое количество управляющих компаний показывают замечательные результаты из года в год. Поэтому, на мой

взгляд, сейчас правильный тренд для массового клиента — продукты управляющих компаний и паевые инвестиционные фонды. Опять же здесь вопрос доверия — ключевой. Люди постепенно забывают плохое, видят примеры успешных продуктов, куда можно размещать свои деньги и не тратить время на самостоятельную торговлю.

Второй момент. Я за свою бизнес-карьеру пока еще не встречал ни одного клиента, который бы подошел к формированию своего портфеля соответственно теории: то есть, попросил оценить свой риск-профайл и составить портфель, например, на 30 лет, поскольку тогда он выйдет на пенсию. К сожалению, таких людей не встречалось. Думаю, для этого есть все основания. Люди в нашей стране приучены, что если им продают что-то на 30-лет вперед, то это означает обман. Поэтому люди ведут себя вполне рационально: они пытаются попробовать, и если опыт оказался успешным, то делают следующие шаги.

Поэтому традиционный путь инвестора сейчас таков: они смотрят на возможности, выбирают ту или иную идею, и если эта идея успешная, если посредник компетентен и не обманывает, то делают второй-третий шаг и в конечном итоге приобретают необходимый опыт и получают диверсифицированный инвестиционный портфель.

Третья мысль. С точки зрения регулирования, мне кажется, нужны некие красные линии для того, чтобы защищать неквалифицированных массовых инвесторов. С одной стороны, важно сделать так, чтобы люди не теряли деньги в результате некомпетентных консультаций либо обмана. С другой стороны, важно, чтобы индустрия имела возможность и пространство для каких-то быстрых действий в поиске новых идей, новых технологий, решений, продуктов и т.д. Где именно следует провести эти красные линии — вот большой вызов для индустрии. Спасибо.



Алексей ТИМОФЕЕВ. Володя.

Владимир ПОТАПОВ. Алексей, как для вас фетишем стала позиция Андрея Шеметова, так я во многом буду опираться на то, что сейчас сказал Андрей Звездочкин (мне его позиция симпатична практически по всему, что он сейчас высказал).

Действительно многое из того, что сегодня происходит на финансовом рынке, имеет очень серьезную историческую память, и действительно вопрос доверия является ключевым. Очень многие, когда стали пробовать что-то помимо банковского депозита, серьезно обожглись в 2008-2009 годах и фактически таким образом перезапустили цикл почти с нулевой точки.

И вот сейчас мы как отрасль имеем уникальный шанс произвести такой старт ракеты в космос. Но вот взлетит она либо не взлетит — во многом зависит от нас. Потому что инвестор пошел. Да, ему нужна доходность, и не только рознице, институционалам тоже. Банки ее обеспечить не могут. Но, с другой стороны, и чувствительность изменением на рынке тоже серьезно возросла.

В 2008 году Центральный банк (я думаю, многие помнят) запустил инструмент беззалогового кредитования. У банков было несколько критериев получения этого кредитования, одним из критериев был рейтинг, причем (тогда это было в новинку) не только иностранных рейтинговых агентств, но и российских. И вот некоторые наши российские коллеги ухватились за этот шанс, рейтинги стали возникать просто по мановению волшебной палочки, очень быстро, и при этом они были высокими. Центральный банк потом, когда шла речь о запуске национальной рейтинговой индустрии, долго чесал в затылке и думал, как же это сделать таким образом, чтобы получилась фейковая история. Сейчас примерно то же самое.

Наверное, наш общий плюс состоит в том, что, несмотря на все, и регулятор, и

рынок планомерно готовились к приходу инвесторов. Меняли правила, нормативные акты, создавали интерфейсы, инструменты. И сегодня, когда инвестор пришел, платформы запущены, отработаны и готовы принять объемы, которые сейчас приходят. Но повторюсь: доверие сейчас еще очень зыбкое.

Для того, чтобы оно укрепилось, следует сделать большое количество мелких шагов. С моей точки зрения, есть два базовых вопроса, на которые пока не дан ответ: это, во-первых, тема квалинвестора/неквалинвестора. Ее надо решить. Причем надо постараться запустить это пораньше, потому что это ключевой вопрос.

Вот мы, например, пытаемся внести изменения в законодательство, с тем, чтобы Центральный банк разрешил управляющим компаниям, которые занимаются коллективным доверительным управлением для квалифицированных инвесторов, не регистрировать правила ДУ. Чтобы эти правила согласовывала сама управляющая компания, а ЦБ хранил только мастер-копию. И тут встает базовый вопрос — а кто такой квалинвестор? Это тема очень серьезная.

Вторая тема — пределы ответственности за доверительное управление. Потому что, например, та история, которую мы называем «фидуциарной ответственностью», в принципе имеет значение для всего доверительного управления. Однако надо понять, где пределы и как разделить брокерскую деятельность и деятельность по доверительному управлению (неважно, коллективную или индивидуальную, это менее важный вопрос).

А все остальное — это уже более точечные истории: и про защиту, и про бизнес, и про пропорциональное регулирование.

Алексей ТИМОФЕЕВ. Правильно ли я понимаю, что общий подход — осторожно, что его разделяют все?

Я не собирался говорить об этом, но тема маркетплейса все равно здесь

прозвучала. Она тоже тесно связана с темой розницы. Хотел бы попросить вас высказаться об этом достаточно коротко, просто потому, что будет отдельная сессия по этому поводу. Маркетплейс воспринимается как способ победить возможный (или приближающийся) монополизм крупных финансовых институтов, а также способ увеличить кусок пирога, каждая долька в котором будет в результате больше, чем то, что имеют сегодня другие брокеры.

Верно ли я понимаю, что для Центрального банка это способ сделать рывок в привлечении розничных инвесторов? И почему это вызывает такую обеспокоенность? Александр Афанасьев на первой сессии говорил о той роли, которую брокеры сыграли в маркетинге финансового рынка. Не получится ли, что нарушение этой экосистемы навредит маркетинговой роли брокерской индустрии, ее способности привлекать инвесторов на фондовый рынок? То, с чем она прежде так отлично, на наш взгляд, справлялась? И почему же вспоминали, что у Сбербанка есть свой проект. На самом деле свой проект есть и у БКС. Афанасьев говорил о том, что на самом деле есть два разных маркетплейса: тот, который они реализуют сами на основе консенсуса с девятью брокерами, и новый большой проект маркетплейса. Коллеги, если бы вы поделились своими соображениями, был бы очень признателен.

Владимир ЧИСТЮХИН. Алексей, можно я очень коротко скажу. Мне кажется, что сегодня проблема беспокойства — это в первую очередь риторика. Никто сегодня не понимает, ни как это работает, ни к чему ведет и т.д. Это некая общая риторика, что классическим видам посредничества места может не найтись. Слушайте, ну давайте поаккуратнее немножко. Сколько у нас уже умирают банковские карточки, все никак не умереть не могут. Наличные деньги тоже никак не отомрут, а уж, казалось бы:

приложишь мобильное устройство — и платеж прошел. Но, оказывается, не все так просто.

Алексей ТИМОФЕЕВ. Спасибо за комментарий, как раз неясность и заставляет беспокоиться. Если бы было больше деталей, может быть, не было бы оснований для беспокойства.

Владимир ЧИСТЮХИН. Это правда: незнание и неясность — это и главный риск, и главный страх. Но не надо преувеличивать. Я как человек, который курирует департамент по рынку ценных бумаг и товарному рынку, все, что сегодня делаю, делаю для классических брокеров.

Кстати, правильно: надо опубликовать список проектов нормативных актов Банка России. Это очень нужная, правильная инициатива. Но где-то у коллег правильно звучало: давайте говорить о ней не как о революции, а как об эволюции. И да, ее надо подталкивать.

Поэтому, коллеги, отложите страхи и занимайтесь сегодня текущим реальным бизнесом. Он важнее: и риски надо учитывать, и клиентов возвращать. В общем, много простых, понятных дел. Спасибо.

Алексей ТИМОФЕЕВ. Спасибо большое. Андрей?

Андрей ШЕТЕТОВ. Во-первых, спасибо за разъяснение. А, во-вторых, мы так к этому и подходили, потому что у нас было несколько встреч с регулятором в рамках работы НАУФОР. В том виде, в котором его презентуют — это интересный проект, который позволит автоматизировать многие функции, многое упростить. А дальше (полностью согласен с тезисом Олега) клиент будет выбирать то место, где ему удобно работать. В этом ничего плохого нет.

Олег МИХАСЕНКО. Хочу вернуться к началу дискуссии, о факторах влияния. Проект, который делает ЦБ, очень сильно повлияет на отношения между участниками процесса, прежде всего между ритейлом и профучастниками как структурами, предоставляющими услу-

ги. Все-таки, наверное, будет революция. В бизнесе надо уметь видеть вперед, понимать, что же получится. Вот в революции это очень важно. Но сейчас такого видения пока нет. Это всех заставляет волноваться.

Причем все понимают, что маркетплейс будет делать не только Центральный банк. Бизнес сам это сделает, нам только нужны понятные законы, понятные правила и видение вперед. Потому что бизнес не может жить одним днем. Я знаю, уже сейчас есть три проекта маркетплейса, которые идут независимо от ЦБ, от государства, они создаются, эти проекты. Нам нужно только видение, только объяснение правил, которые нас ждут впереди, а дальше мы сделаем для клиентов все. И все будет хорошо.

Алексей ТИМОФЕЕВ. Иными словами, положитесь на рынок и рынок с вызовом справится? Я полагаю, в этом состоит мысль Олега. Ну, просто идея маркетплейса появилась за пределами всех программных документов Центрального банка, неожиданно, не обсуждалась на том уровне, на котором обсуждались гораздо более мелкие идеи. И мы просим регулятора: избавьте нас от беспокойства, покажите, о чем именно идет речь, и мы это примем наверняка, если оно того заслуживает. Володя, ты?

Владимир ПОТАПОВ. Думаю, перед дискуссией о маркетплейсе надо все-таки разобраться в терминологии. Я, например, считаю, что просто покупка облигаций — это не услуга для клиента. Облигация — это инструмент, точно так же, как акция, как структурная нота или структурная облигация. А вот качественное брокерское обслуживание или качественное инвестиционное консультирование — это услуга. В нее можно инвестировать, можно вкладывать, ее можно развивать.

Посмотрите на клиента. Ну, продали вы ему облигацию, дальше он как минимум два раза получит купон. Но он пару раз забудет эти [купонные деньги

проинвестировать], и ему никто не напомнит. А если у него не одна облигация, а три, то он, по факту, забудет уже шесть раз в год, а если у него портфель и там 10 бумаг, то это уже 20 раз в год, в разное время. То есть инвестирование точно будет неэффективным. Надо что-то с этим делать. Надо четко понять, что именно является услугой в том поле, в котором мы работаем.

Мобильное брокерское приложение, которое автоматически считает налоги, выдает модельные портфели и так далее — это услуга. И является ли для него риском маркетплейс? Да нет, это скорее преимущество. Будет полезен маркетплейс для управляющей компании? Однозначно да.

А просто облигация, российская или не российская, — это инструмент. Чем больше инструментов, тем лучше. Опять-таки структурные облигации — интересный инструмент. На этой неделе наша компания закроет первую сделку для наших клиентов по структурным облигациям.

Корпоративный клиент, физлицо, богатый фэмили-офис — по всем этим направлениям следует дать качественный продукт, избежав мисселя. Управление активами для тех, кто не хочет сам заниматься этим вопросом, брокерская деятельность — для тех, кто хочет торговать лично и делать это автоматически. Инвестиционное консультирование — по идее, самая дорогая услуга. Поэтому я считаю, что переход на цифровые технологии — это, конечно, будущее.

Я, безусловно, поддерживаю этот проект, если мы все четко поймем все-таки, что есть наш продукт.

Владимир ЧИСТЮХИН. Хотел бы несколько слов сказать по поводу инициативы Центрального банка и вообще темы под названием «Платформа». Как уточняли сегодня на первой сессии, могут быть использованы разные термины — платформа, экосистема, маркетплейс.

Хотел бы обратить внимание: пять крупнейших по капитализации на планете компаний — используют платформную модель бизнеса. Это компании, которых 20–30 лет назад на рынках не было, которые создают стоимость для акционеров с максимальной скоростью. Это новая реальность, это мир, в котором мы уже живем. Поэтому, когда Центральный банк презентовал на НАУФОР концепцию платформы, безусловно, это вызвало (я участвовал в мероприятии) бурю эмоций. В принципе участников рынка можно было понять, поскольку на слайде Центрального банка указаны субъекты, как инвесткомпания, управляющие компании, не было.

На что хотелось бы обратить внимание. Я бы здесь не волновался по поводу инициатив Центрального банка, а волновался о том, что происходит в мире, о конкурентной среде. Многие из мировых высокотехнологичных компаний думают о движении в сторону финансовых рынков. Завтра-послезавтра этот рынок принципиально изменится. И каким образом текущая модель вашей компании сможет адаптироваться к этим изменениям — большой вопрос.

Алексей ТИМОФЕЕВ. Хочу поблагодарить Владимира Чистюхина, который, не покладая рук, занимается, как он сказал, классикой брокериджа. Уверен, что мы найдем компромисс. Если модель, которую нам предложат, оставит место для брокеров (а на самом деле, если места для брокеров не останется, то это лишит значительных преимуществ саму модель), то, что ж, отлично. Отличный проект и индустрия его поддержит. **Владимир ЧИСТЮХИН.** Хотел пояснить, причем здесь ЦБ, да? Потому что можно считать, что регулятор — он про риски, а не про развитие (хотя у нас по закону мандат и про развитие, конечно, с 2013 года). Мне кажется, тут есть два важных аспекта. Первый аспект — развитие конкуренции. На российском рынке исторически сложилось огромное количество ограничений с точки зрения

конкуренции, монополии и т.д.,. Но мы стараемся по возможности делать тот рынок, который находится не просто в конкуренции, а в высокой конкуренции (но, конечно, качественной, добросовестной).

Речь идет о том, что участники рынка хотят оставаться (это естественное желание) ровно в тех нишах и в том регулятивном поле, которое сложилось давно, даже если оно не очень про конкуренцию. Я знаю три истории.

История маркетплейса — это история номер один (не по значимости, а просто перечисление). История выплат вознаграждения спецдепам (оно поменялось недавно) — это история номер два. И тема номер три (она сегодня тоже упоминалась) — это управляющие компании и негосударственные пенсионные фонды, которые управляют пенсионными резервами.

Я прекрасно понимаю, что есть сложившиеся бизнес-модели. Но очевидно, что все три случая, о которых я сказал, фактически ведут к тому, чтобы сделать конкуренцию более острой. И, соответственно, на выходе получить более эффективный бизнес, более качественный продукт и т.д.

Теперь далее. Коллеги, при всем уважении к рынку, практика показала, что, когда рынок создает какой-то продукт, он не должен забывать потребителя. Известная триада, ее многие забыли, но она существует: нет надзора регулятора без участников рынка, нет работы участников без потребителя финансовых услуг. По-другому не бывает.

Так вот, очевидно, что создаваемые продукты и возникающие практики — зачастую, скажем так, неидеальны с точки зрения баланса между заработыванием прибыли и учетом интересов клиентов. В этом плане Центральный банк смотрит скорее на обеспечение прав клиентов.

И если мы говорим о маркетплейсе, то вариант, который будет создавать Банк России, действительно будет не

про высокую маржинальность, не про суперприбыль. Это будет, хочется прямо сказать — маленький семейный итальянский ресторан, который зарабатывает немного, но все клиенты довольны и приходят туда постоянно. Ну, вот так.

Поэтому, мне кажется, регулятор тоже полезен. Разрабатывайте свои платформы, будьте быстрее нас, будьте эффективнее, пожалуйста.

Алексей ТИМОФЕЕВ. Я хотел дать Владимиру Чистюхину возможность выступить еще и по регуляторной повестке. Но перед этим, тем не менее, хотел бы спросить Алексея. У нас тут идет дискуссия о внутреннем инвесторе, дискуссия о рознице. А что происходит с иностранным инвестором? У них действует много собственных, европейских факторов: МИФИД заставляет сокращать бюджеты на аналитиков и так далее. Каково это сейчас — продавать Россию? Интересна ли Россия иностранным инвесторам? Имеет ли значение рост потенциала локального инвестора? Мы всегда задавали вопрос, почему, если рынок не интересен собственному инвестору, он может быть интересен иностранному. Понятно, что емкость, глубина рынка определяется в первую очередь локальным инвестором. Словом, что происходит сейчас с иностранными инвесторами?

Алексей БОЛЬШАКОВ. Задано несколько вопросов. Сначала по поводу МИФИДа. На данном этапе первый квартал вроде прожили западные брокеры. Пока ни количество брокеров не уменьшилось (в Европе, и, соответственно, здесь, в России, западных брокеров), ни количество аналитиков, сейлзов-трейдеров, которые там работают. Я, например, не слышал ни об одном западном брокере в России, который бы активно сокращал штат из-за МИФИДа. Главный показатель — не уменьшился торговый оборот на российской бирже ни в акциях, ни в облигациях. В апреле, наоборот, при известных событиях, они рекордно выросли. Доля иностранного



владения в российских активах тоже серьезных изменений не претерпела.

В последнее время мне часто задавали вопрос, продали ли уже мои клиенты все, что у них было в российских акциях и облигациях. Да нет, конечно. На конец первого квартала у типичного фонда развивающихся рынков в портфеле было 5–6% российских акций, притом, что в индексе MSCI EM вес России — 3,5%. Поэтому некоторая распродажа, которую мы видели в акциях, скорее немного уменьшила overweight по России. А в облигациях иностранцы уже привыкли (путем долгих опытных пертурбаций) вообще особо ничего не делать. Держат до погашения, да и все; а там что-нибудь да разорвется — то ли нефть вырастет, то ли стороны конфликта помирятся. Наверное, так случится и в этот раз.

Однозначно у иностранных инвесторов интерес к России остается. Просто потому, что мы, с одной стороны, входим в список наиболее ликвидных и наиболее удобных для торговли развивающихся рынков, с другой стороны — история России. Мы здесь находимся, зарплату получаем в рублях, происходящее ощущаем и переживаем лично. Но когда я приезжаю на сходки руководителей различных подразделений «Ситибанка» (Индии, ЮАР, Польши, Турции, Китая или еще что-то), то там все развивающиеся рынки выглядят абсолютно одинаково. Каждые два года случается что-то такое, что все местное население (в том числе ритейл-инвесторы) рвет на себе волосы. А через два года все устремляется в светлое будущее.

По поводу интереса иностранных инвесторов к тому, что делают инвесторы локальные, — да, конечно. В России у всех западных брокеров имеется в штате достаточно много и аналитиков, и сейлзов. И это не потому, что регулятор требует. Регулятор требует, чтобы было человек 30 в комплаенсе, в бэк-офисе плюс два трейдера с лицензиями, все остальное — что называется, на ваше усмотрение. Тем не менее, у всех есть и

аналитики, и сейлзы. Они для того нужны, чтобы рассказывать иностранным инвесторам, что локальные инвесторы делают и что они думают.

Последнее, что я бы здесь упомянул, — это несколько свежих сделок IPO, в которых участвовал «Ситибанк». Это были крошечные (скажем так) IPO, совершенно необычные для нашего инвестбанка. Компании «Обувь России» (надеюсь, кто-то здесь из присутствующих пользуется продуктами этой замечательной компании), «Глобал Трак». Надеюсь, что сейчас все немножко затихнет и будет еще масса каких-то небольших размещений. Мне кажется, они суперважны для того, что мы здесь обсуждаем.

Я глубоко убежден, что ритейл-инвесторы всегда воспринимают акции и облигации компаний с точки зрения того, пользуются они сами продуктами и/или сервисами этих компаний или нет. И мне кажется, что как раз вот эти маленькие компании, услугами которых люди пользуются, вот они и привлекут ритейл-инвесторов. Все мы клиенты ВТБ, Сбербанка, многие из нас имеют брокерский счет в БКС, многие присутствующие здесь ходят за покупками в «Пятерочку», в «Азбуку вкуса», обедают в «Кофемании» либо ресторанах других сетей. Когда все эти бизнесы начнут выходить на биржу, вот тогда ритейл-инвестор сможет наконец-то перестать абстрактно размышлять о политических рисках и тому подобном. А будет говорить так: «Я каждый день захожу сюда потому, что этот магазин лучше. Вот поэтому, мне кажется, привлекательнее будут их ценные бумаги, а не акции конкурентов».

Алексей ТИМОФЕЕВ. Спасибо большое. Очень интересная история про маленькие компании, и интерес к ним со стороны иностранцев — это новое. Если мы увидим это в больших масштабах, наверняка потребуются обсуждения, осмысление. По-моему, это отличный пример оценки предпринимательского

климата, осторожных попыток привлечь средства на развитие бизнеса в условиях не самых благоприятствующих.

Алексей БОЛЬШАКОВ. Абсолютно согласен. Как раз сейчас большим компаниям особо не нужно привлекать средства обязательно в России, у них есть фондовые рынки Штатов, Лондона, Гонконга, они могут размещать бонды по всему миру. А вот для маленьких компаний размещение в России — это как раз то, что может всем нам давать хлеб еще многие-многие десятилетия. Условно, компании с капитализацией в 150–200 млн долларов продать треть своих акций в Лондоне или в Нью-Йорке, мягко говоря, сложно. Поэтому, скорее всего, размещаться они будут здесь, рассказывать о них ритейл-инвесторам будем мы, а торговаться они будут в России.

Ну и опять-таки наши ритейл-клиенты будут пользоваться услугами этих компаний.

То есть это не какие-то абстрактные финансовые институты, которые никто никогда не видел и ничего о них не знает, кроме таблиц на их веб-сайте. Да еще какой-то аналитик сказал, что таргет прайс этой компании на 30% выше. А в «Обувь России» можно зайти и сказать — мне нравится обувь или, наоборот, полный отстой, пуцую эту акцию в шорт. Вот вам и ритейл, и участие инвестора.

Алексей ТИМОФЕЕВ. Олег, «БКС» участвовал в размещении этих компаний? Я помню, Роман Лохов на Биржевом форуме говорил, что вы отслеживаете около 500 компаний, потенциально заинтересованных в привлечении средств. И это реальная функция инвестиционного банка. Когда придет время для ее реализации? Есть ли какие-то знаки, намеки на начало тенденции, свидетели формирования которой мы станем позже?

Олег МИХАСЕНКО. Ну да, 500 компаний. Но, к сожалению, все эти тенденции зависят от экономики и от внешних

факторов. Россия открытая, санкции и политика влияют на нас. Поэтому компании, которые входят в этот топ-500, тоже имеют стратегию. И они должны понимать, нужно ли им делать размещение. Это первое.

А второе — они должны продать свои бумаги нашим клиентам. Я согласен, что для этого мы и нужны. Мы должны понять эту компанию и ее предложить клиентам, мы должны сами верить в то, что эта компания действительно достигнет каких-то целей, а наши клиенты действительно получают прибыль. Потому что в любом случае, инвестиционный банк работает, с одной стороны, для клиентов, которые покупают бумаги, а с другой стороны, для тех клиентов, которые хотят привлечь инвестиции.

Конечно, тенденция есть. Но как будет развиваться экономика, какова будет российская внешняя политика....

Ирина КРИВОШЕЕВА. Хотелось бы добавить, что в контексте управления активами сейчас количество инструментов уже перевалило за несколько тысяч. И если раньше интерес был только к инструментам первого эшелона, то сейчас клиенты больше разбираются, рассматривают другие варианты. Группа X5 Retail Group вышла на «Московскую биржу» как раз в этом году, и акция вполне себе стала торговаться, пользуется спросом среди участников рынка.

Но все-таки клиентам становятся интересны не только российские инструменты, но еще и западные. Сейчас, как никогда, существует страновая диверсификация. Поэтому профессионализм в анализе инструментов мелких, средних компаний не только российских, но и зарубежных — тоже важный тренд нашего времени.

Олег МИХАСЕНКО. Учатся все: и клиенты учатся, и мы учимся. У нас работают тысячи сейлзов, я бы не сказал, что они плохие. У БКС есть свой университет, мы обучаем всех этих людей, я верю, что появятся сертификаты финансовых совет-



ников. Мне кажется, что сама индустрия тоже будет менять рынок.

И самое главное, экономика позволяет это делать. Если инфляция будет падать и ставки будут расти, то все будет меняться. В любом случае, деньги, которые лежат в депозитах, будут менять свое качество, они будут переходить, искать большую доходность. Это неизбежно. Индустрия должна быть готова к этому.

Надо защищать клиента, но нужно еще развивать и саму индустрию. Поэтому все должны видеть свое будущее, видеть, что будет дальше, какая будет инфраструктура, кто такие будут брокера, что такое будет биржа, будет ли у нас биржа-брокер, появится ли госбиржа-брокер.

Владимир ПОТАПОВ. Мне хотелось бы призвать коллег подумать о качестве аналитики. Потому что, начиная с 2007 года, качество покрытия российского рынка глобальными домами (и даже российскими домами) очень сильно ухудшилось. Сжалось, я бы даже сказал. По некоторым секторам мы видим падение покрытия более 70%. Поэтому, когда мы выведем на рынок 500 компаний (хорошо бы на них была ликвидность), то очень хотелось бы увидеть, что все-таки аналитика тоже улучшилась. Пока эту работу нам приходится делать на своей стороне, чтобы помогать нашим клиентам в этой части. Это колоссальный объем работы.

Алексей ТИМОФЕЕВ. Давайте поступим так: я бы хотел, чтобы тема надзора не осталась забытой на этой сессии. Но и не хотел бы, чтобы Владимир Чистюхин, которому я хочу сейчас предоставить слово, ограничивался темами надзора. Я никогда не считал его юрисдикцию исключительно надзором, это юрисдикция регулирования. А если регулирования, то и развития. Дело даже не в том, что надзор может существенно влиять на развитие индустрии, а в том, что все это тесно связано и регулирование является условием

развития. Поэтому, Владимир, чем вы сейчас занимаетесь, что является приоритетным как в регулировании, так и в выстраивании механизма надзора?

А потом я бы попросил выступить Василия Заблочного, который предложит видение того, как это делается (или планируется делать) на уровне саморегулируемой организации. Вкупе, мне кажется, это было бы очень интересным, системным видением организации надзора на финансовом рынке, которая в настоящее время складывается.

Владимир ЧИСТЮХИН. А можно господину Михасенко ответить в двух словах? Это про надзор как раз. Вот вы, Олег, утверждаете, что ЦБ много занимается защитой потребителей. А как же нам ей не заниматься?

Как копнешь поглубже, особенно в крупной компании, там обязательно либо миссейл, либо нераскрытие информации, либо еще что-то подобное. Вы же с нами общаетесь, знаете, что регулятор пытается всегда ко всем вопросам относиться конструктивно. Но без защиты прав потребителей доверие утратить очень легко. Вот иногда говорят: «А давайте раскрывать надзорные мероприятия: с кем сотрудники Банка России встречаются, какие вопросы обсуждают». Но вообще иногда хорошо, когда такие встречи закрыты, потому что если их раскрывать, то выяснится, что не так уж все прекрасно. И если кто-то будет читать эту информацию на бытовом уровне, то он еще 10 раз подумает, есть ли какая-то альтернатива банковскому депозиту. Поэтому, конечно, потребителей надо защищать, и я уверен, что компания «БКС» предпринимает все усилия в этом направлении.

Алексей ТИМОФЕЕВ. Мне показалось, что, когда речь шла о большой компании, Андрей должен был напрячься. **Владимир ЧИСТЮХИН.** Это призыв ко всем крупным компаниям. Очевидно, что с них и спрос особый, потому что они определяют лицо рынка.

Коллеги, регулятор пытается точно решить тему квалинвестор - неквалинвестор: это и развитие, и вопрос защиты потребителя. В чем состоит сложность? Начали мы традиционно с рынка ценных бумаг, а когда стали обсуждать эту тему более глубоко, стало понятно, что если мы останемся только в рамках Закона о рынке ценных бумаг, то это породит, я бы сказал, некий «регулятивный арбитраж». А чем отличаются банки, например, когда продают клиенту какой-то продукт со своего баланса, со своей позиции? А чем отличаются страховщики жизни? Ну и так далее.

Как только мы стали эти пласты затрагивать, стало понятно, что это очень непростой вопрос — как с точки зрения идеологии, так и с точки зрения юридического оформления. Сейчас, насколько нам известно, те договоренности, которых мы вроде бы достигли, находятся как раз в юридической отработке, с целью сделать некий качественный проект по изменению законодательства.

Вторая история, о чем я уже тоже упоминал, — внедрение фидуциарной ответственности в отношении негосударственных пенсионных фондов. Закон только вступил в силу, мы еще должны принять несколько нормативных актов, чтобы подзаконное регулирование ЦБ полностью уложилось в новые положения закона. И мы на этот инструмент очень надеемся. Но для нас важна не только первая часть — о том, что мы будем предъявлять возможные претензии к негосударственным пенсионным фондам, которые некачественно управляют активами застрахованных лиц, будущих пенсионеров. Для нас также принципиально важна и вторая часть — где впервые прописан достаточно сложный механизм применения мер воздействия. Фактически на уровне этого закона пошла отработка механизма наложения санкций при применении мотивированного профессионального суждения.

Если вы знакомы с этим законом, то увидели, что процедура очень непро-

стая, что вначале Центральный банк должен выдвинуть претензии, получить обязательно пояснения поднадзорного субъекта на эти претензии. Если они приняты во внимание и рассмотрены, но не признаны достаточными, вопрос выносится на рассмотрение коллегиального органа — Комитета финансового надзора. Даже если Комитет финансового надзора принимает решение, то и это еще не конец, санкция не вступает в силу, ее можно обжаловать. Есть целая специальная процедура, которая должна обеспечить, в том числе, права профессионального участника - негосударственного пенсионного фонда по защите своих интересов. И, конечно, никто не лишает НПФ права в итоге обращаться в суд при необходимости.

В прошлом году Банк России публиковал доклад о профессиональном суждении, там примерно подобная процедура предусматривалась. Регулятор, если будет и дальше развивать механизмы профсуждения, будет стараться такой процедурой пользоваться. Потому что, как правильно говорят те наши коллеги из других стран, кто активно использует профсуждение, — у регулятора должно быть широчайшее право на профсуждение. Но оно должно уравновешиваться очень сложной, дотошной процедурой по применению мер воздействия. Так мы и планируем действовать в дальнейшем.

Далее, гарантирование страхования инвестиций. Мы эту тему признаем, ее точно надо двигать вперед. Сейчас вроде бы достигнуты принципиальные договоренности по подходам, и наша задача — отработать тот текст закона, который подготовлен коллегами из НАУФОР и, соответственно, представлен регулятору.

Кстати, это важная история на тему — а может ли в подобных ситуациях рынок действовать сам, вот исключительно сам? К сожалению, нет, не получается. Было большое количество возможностей создать механизм страхования в рамках текущего законода-

тельства, но стало понятно, что лучше это делать через изменения в закон, создавая некую среду, пользуясь услугами регулятора и т.д.

Председатель Центрального банка Эльвира Сахипзадовна Набиуллина говорила о том, что необходимо дополнительно защитить клиентов брокеров за счет сегрегации активов. Речь идет об устранении того арбитража, который сегодня возможен между брокерами, которые не являются кредитными организациями, и брокерами, которые являются кредитными организациями. Фактически вопрос пойдет о том, надо ли у банков включать эти активы в конкурсную массу либо нет. Мы считаем, что, если активы сегрегированы и клиент не дал банку право их использовать, значит, они должны из конкурсной массы исключаться. Но это тоже достаточно серьезные изменения в законодательство, их надо готовить и двигать дальше.

Уже упоминал про развязку управляющей компании и негосударственных пенсионных фондов при управлении пенсионными резервами. Я понимаю, что тема непростая, поскольку рушится сложившаяся бизнес-модель. Даже притом, что все признают: конкуренция улучшается. Регулятор будет давать достаточно долгий переходный период по данной модели, но твердо намерен двигаться в этом направлении. А вот затронем ли мы пенсионные накопления, будет зависеть от того, как сработает тема с пенсионными резервами.

С точки зрения обеспечения прав потребителя, это тоже обсуждалось, там есть отдельная история — тарифы для регистраторов (недавно зарегистрирован нормативный акт в этой области). Причем, это тот случай, когда нам история не нравится в принципе. Не нравится, что Центральный банк устанавливает тарифы для регистраторов нормативным актом, но вот сегодня законодательство такое. И мы постарались сделать такие тарифы, которые, скажем так, снижают финансовую нагрузку на клиентов

регистраторов. Нам кажется, что мы там более-менее отразили баланс интересов. Но в будущем, если будем готовить изменения в законодательство, постараемся это полномочие убрать. Нам намного больше нравится, когда в таких ситуациях подключаются структуры вроде пользовательских комитетов, или работают стандарты СРО и т.д. Точно плохо, когда регулятор вмешивается фактически в оперативную деятельность.

Я уже упоминал, что в сегменте доверительного управления мы планируем создать для квалифицированных инвесторов максимально комфортные, максимально гибкие условия. Поэтому будем отказываться от регистрации правил доверительного управления, будем решать вопрос о возможности выплаты текущего дохода, добавим еще ряд моментов. Даже уже есть некий проект закона. Тема очень простая: нам кажется, что квалифицированный инвестор должен получить максимальную свободу распоряжаться своими активами. Он может вкладывать в любую конфигурацию паевого фонда, и этот паевый фонд должен создаваться с максимальной широтой возможностей, — если, еще раз повторюсь, квалинвестор на это согласен.

Мы серьезно обсуждаем с участниками рынка сервис автоследования. Но мы хотим две вещи: во-первых, чтобы эта практика была нормативно (или законодательно) определена, поскольку сегодня есть разные позиции: от полного «запретить» до полного «пустить делать, что хотят». Мы все-таки хотим данный сервис некоторым образом конституировать, с одной стороны. С другой стороны, мы хотели бы, чтобы был разрешен регулятивный арбитраж доверительного управления — допустим, конструкция автоследования в рамках, может быть, брокерской деятельности. Ведем сейчас обсуждение с коллегами с рынка. Когда будем готовы выдать какой-то продукт, тоже публично его обсудим.

С точки зрения чисто надзорных историй мы серьезно озабочены, причем во многих отраслях, вопросами конфликта интересов, вопросами оценки системы управления рисками, внутреннего контроля и непрерывности деятельности. Здесь надо переходить от управления формой к управлению принципами, содержательно оценивать те либо иные процессы. Нам кажется очень важным, чтобы регулятор не просто писал те же самые инвестиционные декларации по отдельным профучастникам. А чтобы мы говорили: ОК, у этого профучастника хорошая система управления рисками. Если мы видим, что этот профучастник проходит наши стресс-тесты, что у него созданы все политики и процедуры, то он может вкладываться куда хочет. Думаю, мы к этому придем, причем не в самом далеком будущем.

Мы уделяем очень большое внимание внедрению единого плана счетов на основе МСФО и теме XBRL. К сожалению, вынужден признать, что индустрия провайдеров автоматизированных систем здесь оказалась на более низком уровне, чем ожидал регулятор (и, может быть, рынок). Да, можно создать кастомизированный продукт, но он будет очень дорогим. Если же покупать готовую «коробку», то она не дает профучастнику возможности нормально учитывать все операции, придется многое докручивать вручную. Сегодня ситуация такая: либо отдельные компании очень крупно потратились и, будем надеяться, получили более-менее работоспособную версию. Либо, если они купили какую-то недорогую коробку, то сегодня многие операции учитываются вручную, то есть с пересчетом, с трансформацией и так далее.

Что для нас положительно: регулятор ведет дискуссии с аудиторским сообществом, и они на сегодняшний день признают, что примерно в 90% случаев, когда нет специальных операций, не нужно получать два заключения — заключение по МСФО

и заключение по РСБУ. Для нас это принципиально важно. Фактически признается РСБУ на основе МСФО — назовем его МСФО-рус. Это очень важное достижение.

Ну и, наверное, если говорить уже не про конкретные вещи, а вот о чем высказывался на предыдущей сессии Александр Стальевич Волошин, — об оценке регулирующего воздействия (председатель Банка России добавила, что об оценке фактического воздействия) — это точно тот потенциал, который мы еще не реализовали. Но здесь нам нужна активная позиция и рынка.

А когда коллеги с рынка начинают проявлять свою позицию очень активно? Ну обычно, когда остается один-два месяца до вступления в силу какого-то акта, особенно если он связан с технологическими историями. Надеюсь, все уже хорошо понимают, что на этом периоде развернуть ситуацию обратно становится очень сложно. Притом, что зачастую регулятор начинает обсуждение тех либо иных проектов в намного более ранние сроки и нам нужна ваша активная позиция.

А вот процесс, который действительно надо наладить, и который может быть заботой и самого регулятора, и результатом активность рынка, — это оценка фактического воздействия. Была большая тема — бондизация. Весь прошлый год мы говорили о ней, был применен комплекс мер... Вот хотелось бы услышать: если сработал этот комплекс мер, то что именно сработало, и если ракета не полетела, то из-за чего не полетела. На уровне фрагментарных сведений, конечно, мы знанием обладаем: и самому заемщику это не надо, и инвестор не готов, и дорого, и огромное количество разных вещей. Но хочется системных предложений, которые движут историю дальше.

То же самое с упрощением процедуры эмиссии — тоже хочется понять, что работает, а что нет.

Коллеги, на этом завершу.

Алексей ТИМОФЕЕВ. Касательно нормативных актов хотел бы высказать только одно пожелание. Упреки в инертности в адрес индустрии (в том случае, когда для дискуссии предоставлены достаточные сроки) справедливы. Но все равно надо не бояться давать как можно больший срок для вступления в силу уже принятого нормативного акта.

Правда заключается в том, что проекты никто не читает. Людей нельзя заставить читать еще не принятый нормативный акт. Они его потом прочитают, придут в ужас и вступят в дискуссию. Но даже и в этом случае им нужно дать больше времени. Потому что каждый раз результатом становится перенастройка бизнес-моделей, возможна накладка, связанная со вступлением в силу других нормативных актов, и нельзя допускать, чтобы это происходило одновременно. Регуляторное цунами, которое может случиться, часто уничтожает небольшие компании, которые оказываются не в состоянии справиться со сроками, с темпом внедрения нормативных актов.

Я вижу, что чем дальше, тем больше у Центрального банка становится готовности так поступать. Чем дальше, тем по большому количеству новых нормативных актов индустрии дают больше времени для приведения деятельности в соответствие с ними. Спасибо за это большое. Каким бы длинным этот срок ни был, вы не пожалеете. Не бойтесь давать год-два-три (смех, аплодисменты), нам легче будет справиться, мы не потеряем бойцов по дороге. Просто потому, что в моменте сразу же дорожают услуги всех провайдеров, все компании одновременно ищут одних и тех же специалистов, взлетают зарплаты этих профи, а качество их услуг падает, это накладывается на собственные проекты профучастников, пересмотреть бизнес-модель в такие сроки оказывается невозможным.

Владимир ЧИСТЮХИН. Алексей, мне кажется, своим выступлением вы собрали все очки.

Вы и Василий Заблоцкий к нам приходите всегда. Мне кажется, мы точно не рассматриваем срок [вступления в силу нового регулирования] меньше полугодом. Но некоторые отжимают нас на более длинные периоды времени. Помню, когда мы вместе с Ларисой Константиновной Селютиной меняли историю, например, с собственными средствами отдельных профучастников, то там переходный период был достаточно длительным, — и это, в том числе, нашими усилиями.

Мы точно понимаем, что изменение автоматизированных систем требует некоего времени. Но, возможно, есть другие истории. Пожалуйста, называйте — регулятор готов обсуждать эти темы. **Алексей ТИМОФЕЕВ.** Я теперь хотел бы предоставить слово Василию Заблоцкому. Как руководитель саморегулируемой организации очень переживаю о том же самом, о чем он собирается рассказать.

Василий ЗАБЛОЦКИЙ. Если можно, я бы хотел включить презентацию. Ее тема, как мы называем, «надзор с человеческим лицом, или немножко хороших слов о надзоре».

Сегодня много говорили о том, как это сложно, как это тяжело. Мы тоже об этом знаем, и вот мы хотели, чтобы надзор все-таки стал для наших участников легче, занимал меньше времени, требовал меньше бумажной работой. Ну и, соответственно, стал проще, и, возможно, интереснее.

Так вот, что мы сделали. В НФА есть три контура надзора. Во-первых, это анкетирование, которое уже реализовано. Реализовано оно сейчас в виде сбора информации, и я думаю, что буквально в течение месяца обработка уже будет происходить в автоматическом виде. Второй периметр — контекстный анализ информации о клиенте. Третий периметр — работа с жалобами.

Соответственно, что такое анкетирование. Это метод самооценки по определенным критериям. НФА разработала анкеты по всем видам деятельности компаний-профучастников, входящих в Ассоциацию (это шесть видов лицензий). Анкеты предоставляются нашим компаниям-членам, дальше они отвечают на вопросы анкет. Анкеты состоят из взаимосвязанных блоков, по этим блокам построена матрица, которая определяет правильность ответов и таким образом понимает, есть ли у организации какие-то проблемы — или их нет.

Соответственно, после обработки анкеты делятся на три категории — либо все хорошо, либо есть замечания, либо есть проблемы. Уже на основании этого двигаемся дальше.

Вторая часть — мониторинг репутации. Мониторинг строится как сбор, обработка и анализ информации из открытых источников. В настоящее время НФА уже приступила к реализации — сейчас система работает в тестовом режиме. Мы собираем информацию из СМИ, социальных сетей, профессиональных сообществ. Естественно, мы ее фильтруем. Но, в любом случае, находим так называемые желтые или красные зоны. Желтые — это когда к компании возникают какие-то вопросы. Красные — когда уже начинаются проблемы. Наша задача — помочь компаниям, входящим в НФА, до того момента, когда к ним придет уже Банк России с претензией по конкретным вещам. Мы хотели бы, чтобы они заранее знали, что у них не все в порядке и могли что-то исправить в своей работе.

Третья часть — жалобы — оказалась, наверное, самой дорогостоящей, поэтому здесь мы движемся постепенно, сейчас работает только ручной периметр. Те жалобы, с которыми НФА работает сейчас, занимают достаточно небольшое количество времени и урегулируются достаточно быстро. Но если в нашу Ассоциацию будут перенаправляться жалобы из Банка России, то, соответственно, у нас будет уже готовая система,

в рамках которой мы будем создавать контактный центр и управление по работе с заявками, чтобы иметь возможность обрабатывать жалобы и отвечать на них в автоматическом (реально скорее в полуавтоматическом) режиме.

Естественно, мы бы хотели, чтобы заявитель жалобы и финансовая организация самостоятельно урегулировали проблемы в режиме переговоров, и в принципе сейчас так происходит. Единственное, если вдруг заявитель не согласен с результатом, если, скажем так, решение вопроса его не удовлетворило, то он снова обращается к нам. Тогда во взаимодействии вступает уже НФА.

После всех этих разбирательств в НФА формируется отчет. Дальше, в зависимости от того, каким образом мы решили проблему, она идет либо в службу надзора, либо в дисциплинарный комитет. Если все вопросы решены, то все заканчивается.

После этого всего мы делаем сводный анализ. По сути, эти три контура (анкетирование, жалобы, репутационный рейтинг) создают нам базу данных для наших участников.

И дальше все поле разбивается на зоны. Похоже на светофор — красный, желтый, зеленый. Если у компании положительный статус, если у нее все хорошо по всем контурам, то мы считаем, что наш контроль она прошла успешно. Зеленая зона. При этом мы говорим, что все равно в какой-то момент времени мы будем проводить ограниченную проверку, на всякий случай. Несмотря на то, что все хорошо по анкетированию, нет жалоб и репутационный рейтинг хороший.

Желтая зона: нахождение в ней означает, что есть какие-то замечания, компании есть что исправить, она должна что-то дополнительно сделать. Красная зона — уже вопрос реагирования: либо дисциплинарный комитет, либо проверка (которую будет проводить НФА).

После всего этого появится критерий для пропорционального надзора.

НФА начинает понимать, по каким критериям компания нарушает требования, появляются кейсы для управления изменениями. Фактически наша программа отчасти самообучаемая: мы набираем опыт, программа набирает опыт. В результате возникает понимание, по каким направлениям необходимо двигаться. Здесь возникают разные возможности. Например, мы понимаем, что есть проблемы непосредственно в индустрии по конкретному направлению, — например, сейчас это автоследование. Если есть вопрос, который требует обсуждения с индустрией, то надо понять, каким образом этот вопрос решать. Либо есть проблемы в стандартах, например, они недоработаны или являются проблемой для наших участников, — тогда, возможно, будет внесено предложение по изменению стандартов или даже нормативных актов Банка России.

И есть дисциплинарный комитет, который фактически следит за всеми нашими проверками. На дисциплинарный комитет мы выносим уже те случаи, которые не урегулированы прежде. Участники имеют возможность в течение 60 дней решить все вопросы добровольно, не доводить до дисциплинарного комитета. У дисциплинарного комитета, понятно, есть требования об устранении нарушения: письменное предупреждение, наложение штрафа, исключение из СРО НФА.

Пока наши участники все-таки стараются в 60-дневный срок все исправить и перейти в зеленую зону.

Что на сегодня реализовано в смысле создания описанной системы: разработано анкетирование (порядка 300 вопросов по четырем стандартам); разработана матрица соответствия, которая буквально в этом месяце позволит в автоматическом режиме обрабатывать анкеты; ну, и, соответственно, будет введена автоматизация проверки.

Что это даст (и уже дает) нашим участникам? Анкетирование прошли порядка 20 компаний (мы проводим

такой метод контроля с 27 ноября). Очень много положительных отзывов в том смысле, что многим компаниям выявленные недостатки помогли навести порядок: где-то в документации, где-то обратили внимание, что у них есть конфликт интересов и раскрытие информации, и т.д. Для компаний это тоже было определенным новым знанием, которое они смогли по ходу анкетирования применить.

Какие преимущества эта система дает участникам? Во-первых, снижается нагрузка. Выездная проверка, — это работа с порядка 70 документами. В настоящее время тотальной проверки 70 документов просто не требуется. Анкетирование проводится непосредственно в самой компании, дальше анкеты подписываются первым лицом, приходят в НФА, дальше эти данные автоматически проверяются. И все ошибки, которые выявляются с точки зрения ведения бизнеса, исправляются в течение короткого времени.

Для СРО преимущество тоже большое, поскольку в выездных проверках задействовано достаточно большое количество людей, тратится много времени. Нам бы хотелось все-таки иметь превентивный надзор для того, чтобы наши клиенты исправляли ошибки до того, как совершат какое-то неправильное действие, за которое потом их накажет либо СРО, либо регулятор. Для нас еще важен больший охват участников: все-таки проверить вручную определенное количество участников достаточно сложно, а вот автоматическим способом в онлайн можно проверять достаточно большое количество участников.

Кроме того, мы разработали обучающий курс. Обучающая программа разъясняет все положения стандартов НФА, нормативных актов и т.д. Дальше можно пройти итоговое тестирование по результатам этого обучения и понять, где и какие ошибки совершены, какие существуют недочеты, и, соответственно, в дальнейшем приступить уже к боевому анкетированию в своей организации.

Мы надеемся, что члены НФА будут относиться к этому надзору гораздо нежнее, теплее и не бояться его. Общий результат работает на улучшение индустрии. Спасибо.

Алексей ТИМОФЕЕВ. Большое спасибо. Уважаемые коллеги, принципы гуманизма и программа конференции заставляют меня закончить эту сессию. Позвольте от вашего имени поблагодарить спикеров за их выступления, от имени спикеров поблагодарить вас за ваше внимание. Приглашаю вас на следующие сессии. Спасибо большое. □



Цель — инвестор

В РАМКАХ ЕЖЕГОДНОЙ КОНФЕРЕНЦИИ НАУФОР «РОССИЙСКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК. 2018» СОСТОЯЛАСЬ СЕССИЯ «АКТУАЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ ИНДУСТРИИ ПРОФУЧАСТНИКОВ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ»

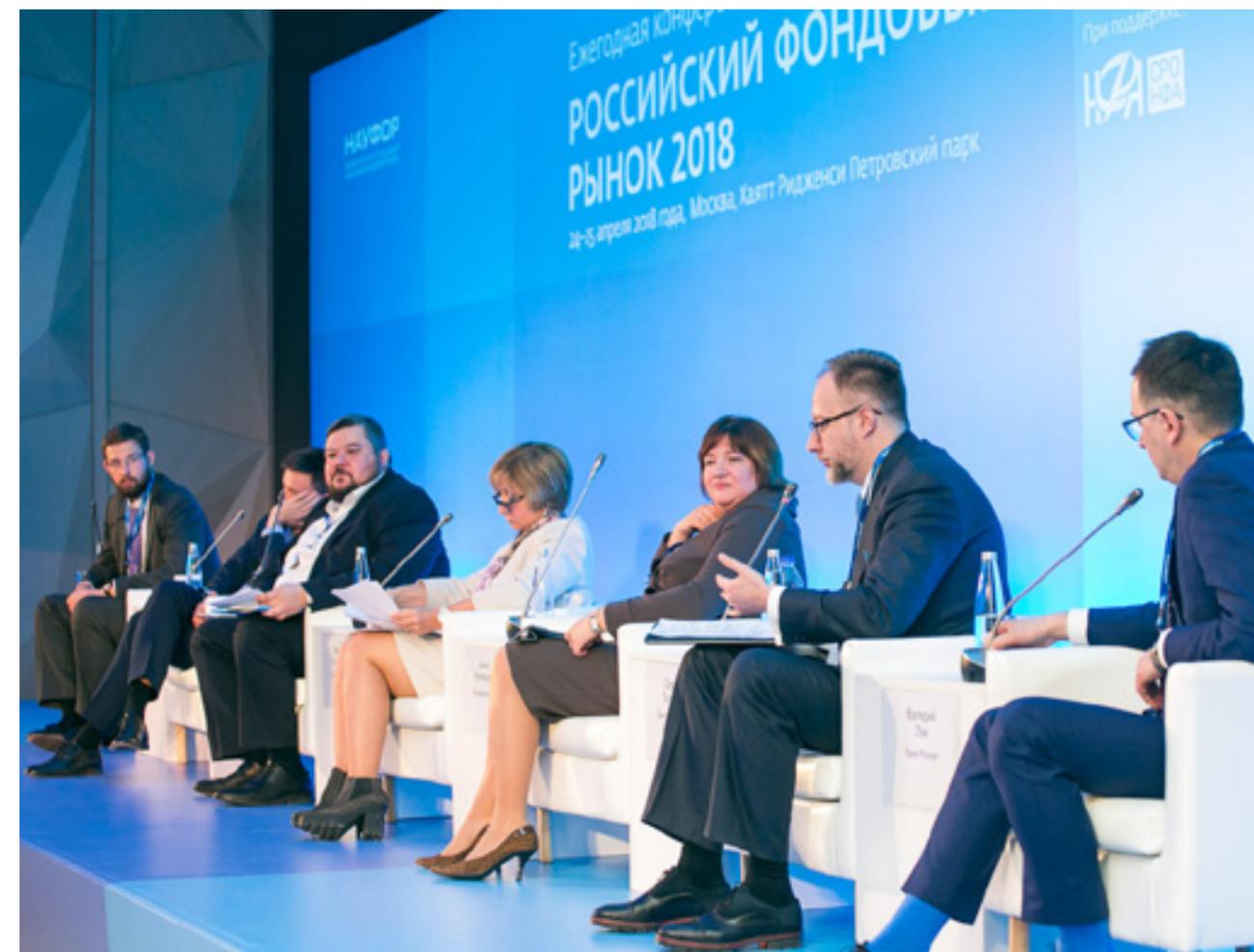
Участники: Лариса Селютина, директор департамента рынка ценных бумаг и товарного рынка Банка России; Валерий Лях, директор департамента противодействия недобросовестным практикам Банка России; Андрей Алетдинов, управляющий компании «БКС»; Анна Кузнецова, управляющий директор по фондовому рынку, член правления ПАО «Московская Биржа»; Сергей Лукьянов, заместитель директора департамента инвестиционного бизнеса ПАО Банк «ФК Открытие»; Тимур Турлов, генеральный директор ООО ИК «Фридом Финанс».

Модератор — Владислав Кочетков, президент, председатель правления ИХ «ФИНАМ»
Владислав КОЧЕТКОВ. Здравствуйте, коллеги! Меня зовут Владислав Кочетков (компания «ФИНАМ»), я буду модератором этой сессии, она посвящена актуальным вопросам индустрии профучастников рынка ценных бумаг. Мы поговорим о бизнесе в контексте развития продуктов и услуг

брокерских компаний, поговорим о развитии регулирования, тем более что регулятор у нас представлен двумя ключевыми для профучастников департаментами, которые возглавляют Лариса Селютина и Валерий Лях. Здесь же представлено большинство ведущих брокеров: компания «БКС» — Андрей Алетдинов, группа «Открытие» — Сергей Лукьянов, брокер «Фридом Финанс» — Тимур Турлов, и, безусловно, представлена биржа — Анна Кузнецова.

Хотел бы попросить Ларису Селютину резюмировать те векторы, которые были заданы в первой части конференции.

Лариса СЕЛЮТИНА. Здравствуйте, уважаемые участники конференции! Сегодня очень значимый для отрасли форум, потому что впервые в нем приняла участие председатель Центрального банка Эльвира Набиуллина. И она озвучила очень важные темы и вопросы, которые нам с вами предстоит обсудить и осмыслить.



Мы сегодня услышали, что наша главная задача — инвестор. В условиях санкций и финансовой изоляции у нас нет другого пути, кроме как привлечь на наш рынок отечественного розничного инвестора. Не просто привлечь, а сделать так, чтобы он на рынке остался, чтобы получал стабильный доход, чтобы он долгие годы спокойно инвестировал свои кровно заработанные средства. На самом деле мы еще должны обеспечить достойное и качественное обслуживание со стороны финансовых посредников. Сейчас как раз сложились такие условия.

И если резюмировать те важные моменты, которые сегодня были озвучены, я бы остановилась вот на чем.

Первое — снижение кредитного риска инвестора на обслуживающие его финансовые организации. Как это делать? Это достигается регулированием. Мы сегодня как раз поговорим о контрольных нормативах финансовой устойчивости. Но снижение риска инвестора обеспечивает эффективный надзор за деятельностью организаций в целом, не только за финансовой устойчивостью. Владимир Викторович на предыдущей сессии озвучил, что на повестку дня выносятся контроль за организацией корпоративного управления, за системами внутреннего контроля, управления рисками, за непрерывностью деятельности.

Далее, меры по защите имущественных прав. Это озвучили Эльвира Сахипзадова и Владимир Викторович. Речь идет о сегрегации клиентских активов и установлении их специального правового режима при банкротстве финансовой организации. Надеюсь, вы обратили внимание на слова председателя Банка России, что речь идет не только о некредитных финансовых организациях, но и о кредитных организациях профессиональных участников, которые, в отличие от брокера, до настоящего времени объединяют активы клиентов по профдеятельности с собственными активами. И, возможно, поправки в законодательство, которыми мы будем устранять этот регуляторный арбитраж, приведут к изменению



модели бизнеса некоторых банков — профессиональных участников.

Важным сигналом прозвучало поощрение развития финансовых технологий, в целях обеспечения доступности финансового рынка для различного типа инвесторов: от институциональных до обычных домохозяйств. И, конечно, мы по-прежнему будем уделять много внимания недобросовестным практикам, создавать стимулы для ответственного поведения финансовых организаций как при обслуживании клиентов, так и при предложении финансовых продуктов. Потому что именно сейчас при предложении финансовых продуктов выявляется достаточно много нарушений, особенно в отношении неквалифицированных инвесторов.

Ну и, надо сказать, что важнейшим участником и регуляторного, и надзорных процессов стала саморегулируемая организация, которая организовала сегодня этот форум. Вот вкратце то, о чем говорили.

Владислав КОЧЕТКОВ. Лариса, у меня есть ощущение, что профучастники уже давно и иногда чрезмерно заботятся о розничных клиентах. Боюсь, что есть риск заласкать этого самого клиента до смерти. Вот хотел сверить часы с регулятором: как ЦБ оценивает итоги прошлого года с точки зрения развития продуктов и услуг для инвестора, прежде всего ритейлового инвестора, и с точки зрения заботы о нем? Ждете ли вы чего-нибудь от профучастников, кроме того, что вот эта самая забота будет расти, в том числе в рамках принимаемых базовых стандартов?

Лариса СЕЛЮТИНА. На предыдущих сессиях говорилось о том, что клиент действительно пошел на фондовый рынок, мы это видим и по объемам средств, и по количеству клиентов. Сейчас самая главная задача — его опять не разочаровать. Но встречается достаточно много случаев, когда при предоставлении клиентам различных услуг и инструментов не учитывается их квалификация, не оценивается их риск-профиль, причем люди, которые это делают, в общем-то, вводят клиента

в заблуждение. Мы очень не хотим разочаровывать тех клиентов, которые сейчас вернулись на фондовый рынок.

Сейчас очень позитивным явлением становится стандартизация брокерской деятельности. Мы надеемся, что стандарты саморегулируемых организаций будут более ориентированы на противодействие злоупотреблениям. Механизм формирования правоприменительной практики должен стать более гибким, в него будут закладываться именно принципы добросовестного отношения к клиентам. Вот здесь я вижу тот потенциал развития, который регулятор возлагает на саморегулируемые организации и который сейчас уже внедряет через базовые стандарты.

Вообще механизм издания базовых стандартов — новый для России инструмент. И он себя очень неплохо показал, стал площадкой, на которой регулятор пытается найти компромисс с рынком. Например, в этом году приняты базовые стандарты брокерской деятельности, порядка совершения операций, доверительного управления. Все это — результат компромиссов, долгих дискуссий. Надеюсь, что мы на этом не закончим. Все проблемные и болезненные вопросы, которые возникают у регулятора (в первую очередь на основании жалоб клиентов), мы будем все больше и больше решать через базовые стандарты, а не через нормативные акты.

Потому что, как правило, это не конкретные нарушения (хотя и такое, конечно, еще случается), а именно практика правоприменения.

Владислав КОЧЕТКОВ. К теме базовых стандартов мы сегодня еще вернемся (и базовых, и внутренних стандартов, думаю, тоже). Сейчас хотел продолжить тему продуктов и услуг и обратиться к Анне Кузнецовой. Анна, вы все-таки в отличие от брокеров рынок видите шире. Какие инструменты с точки зрения биржи в прошлом году пользовались наибольшим спросом? Правильно ли я понимаю, что одна из важных тенденций — рост спроса внутреннего инвестора, в том числе розничного, на облигации?

Анна КУЗНЕЦОВА. Добрый день всем! Относительно тенденции совершенно верно: и 2016, и 2017 год эту тенденцию продемонстрировали в полный рост. В прошлом году доля физических лиц, заключающих операции с облигациями, увеличилась до 7%. Причем, что интересно: если в 2016 году в размещениях корпоративных облигаций участвовало меньше тысячи клиентов, то в прошлом году — 9 тысяч. Годом ранее, в 2016 году, на вторичном рынке корпоративных облигаций было примерно 25 тысяч физических лиц, в 2017 году — 59 тысяч физических лиц. Для нашей индустрии очень хорошую роль сыграл продукт ОФЗ для населения. Для нас как биржи является естественным настороженное отношение к продукту, который размещается на бирже и выкупается на бирже, но не имеет вторичного обращения. Однако этот продукт позволил найти примерно 18 тысяч новых инвесторов. И самое главное, что из 23 тысяч физических лиц, купивших этот продукт в прошлом и этом годах, 22% — открыли брокерские счета. Плюс, с моей точки зрения, это позволило банкам (в первую очередь агентам размещения «народных» ОФЗ — ВТБ и Сбербанку) научить свои сети, которые работали с депозитами, продавать ценнобумажные продукты. Дальше мы увидели у Сбербанка и у ВТБ несколько выпусков, направленных исключительно на ритейл. Я думаю, что в этом году тренд продлится. В первую очередь он, конечно, связан с общей макроэкономической ситуацией.

Я вижу усиление интереса к дивидендным акциям. Об этом уже говорилось в первой панели. Потому что, во-первых, после всех реформ по корпоративному управлению, проведенных с 2014 года, эмитенты, по крайней мере из первого и второго котировального списков (а это примерно 90 компаний) увеличили и количество независимых директоров, и выплаты по дивидендам. Во-вторых, экономический цикл. В начале 2000-х многие российские эмитенты находились в инвестиционном цикле, а сейчас они в фазе стабилизации — и начали платить дивиденды. Свою роль

сыграло государство, которое предложило госкомпаниям выплачивать дивиденды в объеме 50% от прибыли за отчетный год. Корпорации тоже подтянулись.

Последний тренд таков: из топ-100 крупнейших компаний уже 21 компания начала выплачивать промежуточные дивиденды, 15 компаний — полугодовые и 6 компаний — квартальные. Наш рынок проходит соответствующую стадию. Это подтверждается популярностью семинара «Дивидендный трейдинг» в курсе школы «Московской биржи».

Владислав КОЧЕТКОВ. Сергей Лукьянов, хотел обратиться к вашему темному прошлому, к работе в банке ВТБ. Реально ли клиенты, которые покупали «народные облигации», потом начали включать в свой портфель что-то еще?

Сергей ЛУКЬЯНОВ. Добрый день, коллеги! ОФЗ действительно очень полезный инструмент. Он был выпущен достаточно странным образом, у Министерства финансов было свое видение. Тем не менее, на рынок было привлечено достаточно много новых частных инвесторов, — именно тех людей, которые никогда, ни разу прежде не инвестировали свои средства. То, о чем говорит Анна, совершенно справедливо. Дальше мы предлагали им свои же внутригрупповые облигации. Получив одну-две купонные выплаты, клиенты с интересом продолжали инвестировать средства дальше в облигации, имея свои брокерские счета. То есть идея, что сначала продается консервативный инструмент, и, получив пару платежей, клиент начинает искать что-то аналогичное, действительно работает.

Если вернуться в то время, когда индустрия паевых инвестиционных фондов еще была сильна (надеюсь, что она возродится в будущем), то коллективные инвестиции всегда были флагманом отрасли. Они шли первыми, привлекали клиентов. И далее клиенты, которые интересовались рынком и начинали расторгиваться, переходили уже на брокерский счет. Далекое не все, потому что риск-профиль у всех свой. Но люди





смотрели, интересно ли им менять состав портфеля или нет.

Еще один тренд, кроме облигаций федерального займа, — это все-таки маркетплейсы. В прошлом году они активно расцвели. Я имею в виду опыт «БКС», и думаю, что Андрей расскажет про взаимодействие с «Тинькофф Кредитные Системы».

Прежде чем отдать рупор коллегам, хотел все-таки сказать про структурные облигации, которые должны появиться в этом году, так как изменения в 39 ФЗ внесены. Соответственно, в конце года на рынке появятся первые структурные облигации. Думаю, это тоже будет новым интересным инструментом. Владислав КОЧЕТКОВ. То есть, «народные облигации» размещают только два госбанка, за счет этого растет их бизнес на рынке ценных бумаг. Ну вот где здоровая конкуренция на этом рынке? Но я не об этом.

Сергей ЛУКЪЯНОВ. Здесь вопрос надежности. Были выбраны главные надежные банки с большой филиальной сетью. Был проведен тендер и были выбраны такие два профучастника.

Владислав КОЧЕТКОВ. Про маркетплейс у нас завтра большая тема. Сразу скажу, я уверен, что маркетплейс в версии ЦБ убьет бизнес небольших брокеров. Но это нужно отдельно обсуждать.

Я просто давно хотел спросить, Андрей, про ваш триллион клиентов. Вот идет бондизация, на рынок приходит много инвесторов, и вот ваш триллион клиентов на 90% сидит в облигациях. Он не торгует, комиссия брокеру не приходит, вы эти бумаги даже для РЕПО не используете, маржиналку вы не даете. Как вам такое бондизированное будущее для брокеров? **Андрей АЛЕТДИНОВ.** Согласен тут с Сергеем. Когда клиент сначала пробует консервативный инструмент, когда он начинает доверять компании, ее советам, то дальше он может попробовать и другие инструменты, — акции, например. Если взять статистику за 100 лет, то самый доходный портфель состоял из акций. Я имею в виду статистику американского

рынка. Несмотря на Великую депрессию и прочие события, индексный портфель из акций принес гораздо больше денег, чем одни облигации. Нужно сделать смешанный портфель, в этом нет ничего плохого. Если человек начинает вкладывать деньги в облигации, он затем наверняка задумается о том, как увеличить доходность и как построить портфель правильный, который должен содержать акции.

Владислав КОЧЕТКОВ. Кстати, на счет облигаций и их будущего, Анна, снова к вам вопрос. Я вчера зашел в наш интернет-магазин ценных бумаг, в раздел «Облигации» — и увидел там всего четыре бумаги, из них три ОФЗ и одна ВЭБовская. Спросил, почему так? Коллеги говорят, что стакана нет: он либо пустой, либо спреда такие, что невозможно выполнить клиентскую заявку на адекватных условиях. Есть у «Московской биржи» идеи, как поднять ликвидность на облигациях, чтобы интересы того же самого розничного инвестора не страдали?

Анна КУЗНЕЦОВА. Действительно, вопросы сложные и проблемные. Мы смотрели, как выглядят стаканы по корпоративным облигациям ведущих крупнейших компаний, скажем, за 2016 и 2017 год. Статистика такая: облигация активно торгуется первые три месяца после размещения, потом еще три месяца, а после этого активных торгов по корпоративным облигациям нет. Регулярно и активно торгуются фактически лишь ОФЗ. Вторым шагом мы пошли посмотреть мировой опыт в попытке найти, чем же мы так отличаемся. Отличий мы не нашли. В мире тоже существует цикл 200 дней после размещения, когда облигация торгуется активно.

С чем это еще может быть связано. Причина первая — Минфин каждую неделю, за редчайшим исключением, размещает свои бумаги, то есть постоянно появляется новое флоу. Инвесторская база огромна. Объем эмиссии каждого ликвидного выпуска (торгуемого, а не того, который находится в портфеле до погашения) большой. Соответственно, в этой бумаге идут торги.

Второй аргумент — ОФЗ на нашей площадке торгуется в режиме T+. Как только биржа перевела ОФЗ в режим T+1, ликвидность в этом инструменте прямо в первый год увеличилась на 55%, потом еще примерно по 20% каждый год. Соответственно, относительно корпоративных облигаций индустрия к такому консенсусу пока не пришла — о переходе на торги с частичным депонированием и отложенным циклом расчетов. Честно скажу, в рамках Комитета эмитентов облигаций мы каждый год ставим на голосование вопрос, не созрел ли рынок для такого шага. Но пока не созрел.

Сейчас обсуждаем создание облигационного индекса, подкрепленного ликвидностью, и при наличии ликвидности — наличие соответствующих риск-параметров для торгов. Надеюсь, к концу года какую-то конфигурацию нащупаем. Чтобы появилось пусть-пусты ограниченное количество выпусков (50 или 100), но, чтобы у них стаканы были более репрезентативны, чем сегодня. **Владислав КОЧЕТКОВ.** Хотел задать вопрос Валерию Ляху. Все-таки российский рынок (не только облигаций, но и акций) по умолчанию неликвидный. Есть две голубые фишки, десять условных ликвидов и 700 дохлых бумаг. С точки зрения регулятора, привлечение розничного инвестора на низколиквидный рынок — это всегда риск. В том числе потому, что неликвидом всегда проще манипулировать. Вот какой у регулятора взгляд на этот вопрос?

Валерий ЛЯХ. Владислав, я, честно говоря, думал, что у вас будут вопросы про автоследование. Участники рынка могут пользоваться любой доступной ликвидностью. Если мы говорим об инструментари, то он сейчас достаточно широк, им могут пользоваться и частные инвесторы, и профессионалы. Наша задача в этом случае все-таки соблюдать баланс интересов и не допустить искусственного ценообразования.

Для совершенствования механизмов разработаны поправки в законодательство об инсайдерской торговле и мани-

пулировании рынком. Они основаны на предложениях рынка и на имеющемся опыте. В первую очередь они касаются снятия ограничений на перечень информации, относящейся к инсайдерской, и на снятие ограничений в перечень действий, касающихся манипулирования рынком. Ряд задач, которые мешают рынку жить, мы можем позволить себе решить через этот закон.

Анна КУЗНЕЦОВА. Мы специально к сегодняшнему мероприятию посмотрели статистику. По данным Всемирной федерации бирж, за 2017 год еще нет свежих данных, а за 2016-й они есть. Если взять топ-5 наиболее ликвидных бумаг, то действительно на российском рынке высокая концентрация. Но в принципе Московская биржа находится в хорошей пятерке — Гонконг, Малайзия, Японская биржа, Индия, канадская TMX Group. Следующая, шестая, — бразильская Bovespa. То есть, концентрация ликвидности — это проблема для большого количества рынков, особенно развивающихся. Понятно, что в странах, где финансовый рынок существует 100 или 200 лет, и концентрация другая, и количество обращающихся бумаг другое. **Владислав КОЧЕТКОВ.** Ну, будем знать. Облигации торгуются 200 дней, больше двух ликвидных бумаг на рынке быть не должно — такова мировая практика, таковы лучшие стандарты. (*Смех, аплодисменты*).

Валерий, раз уж тизер про автоследование прозвучал, не могу не спросить. Как регулятор видит развитие услуги автоследования — прогрессивной и очень выгодной частным инвесторам? (*Смех*). **Валерий ЛЯХ.** На предыдущей сессии Владимир Викторович Чистюхин четко обозначил, каким образом мы видим развитие услуги автоследования, действительно полезной для рынка, как и любые инструменты, которые способствуют развитию. При этом особенное внимание регулятор обращает на этику. С любым инструментом можно работать таким образом, что исползовать его и в недобросовестных целях тоже.

Мы долгое время пытались понять, как грамотно откалибровать степень влияния недобросовестных практик на российском рынке. Как понять, насколько эффективен тот инструментарий, который регулятор использует для пресечения недобросовестных практик. Каким образом провести опрос, чтобы получить наиболее адекватные, наиболее честные результаты. Оказалось, что опрос провел сам рынок.

На прошлой неделе после того, как был раскрыт один кейс по автоследованию, на одном из популярных сайтов задавался вопрос: «А вы сделали бы так — или нет?» Ответ, честно говоря, меня удивил: 36% людей (пусть в опросе участвовало не очень большое количество, не десятки тысяч) сказали — да, мы бы так поступили. Вопрос к участникам рынка — почему так происходит? Почему так высока доля лиц, которые готовы на недобросовестные практики либо на неэтичное поведение?

Я понимаю, что ответа на текущий момент нет. Но что этично, а что неэтично, люди понимают, это уже хорошо.

Мы к этой проблематике начали подходить концентрированно и провели исследование относительно законодательства по инсайдерской торговле и манипулированию рынком, в котором участвовало 127 организаций — членов НСФР, НФА, НАУФОР. Достаточно репрезентативная выборка. Чтобы по итогам регулятор сформировал картину того, каким образом строится внутренний контроль в отношении инсайдерской торговли и манипулирования рынком. Ну и в принципе весь внутренний контроль. Собственно, это методические рекомендации по выявлению инсайдерской торговли и манипулирования рынком на стороне клиентов и методические рекомендации по проведению расследований самими участниками рынков.

В отношении функций маркетмейкера был проведен отдельный блок исследований. Маркетмейкерство — задача, которую мы будем решать в этом году еще раз.



Мы, собственно, намерены сделать приоритетными наиболее частые результаты этого обследования, а также те, которые представляют критическую важность для рынка. Далее совместно с ассоциациями обсудить планы и сроки их внедрения, а далее — приступить к э внедрению.

Владислав КОЧЕТКОВ. От имени участников рынка могу сказать, что мы это поддерживаем. Во-первых, для нас важно, чтобы недобросовестные практики отдельных участников того же автоследования не вредили имиджу сервиса в целом. Во-вторых, действительно, установка правил на рынке полезна. Хотя стоит признать, что, когда вы, Валерий, сказали «один из кейсов, связанных с автоследованием», я на этом множественном числе вздрогнул. Хотелось, чтобы кейс был единственный.

Сергей ЛУКЪЯНОВ. Хочу добавить, коллеги, несколько фактов. Рынок [частных] управляющих всегда был: он был и год назад, и три года назад, и 10 лет назад. Управляющих всегда было много. И все время индустрия во главе с регулятором хотела зарегулировать управляющих. Вот придумали финансовых советников, даже закон уже есть. Но никто не подумал о том, что эти люди де-факто существуют, никто не подумал объяснить им, что такое хорошо, что такое плохо. Нужно как-то сертифицировать этих советников, собрать их в одну ассоциацию, сделать для них что-то типа базового стандарта профессиональной деятельности. И тогда вопросов того плана, о котором сейчас речь, будет возникать меньше. Этот кейс по автоследованию действительно первый, очень хотелось, чтобы он остался последним. Мы все понимаем, что чем больше будет подобных сервисов, чем больше будет последователей у мастеров счета, — тем больше будет возникать таких кейсов. Вскрылся всего лишь один инцидент, их может быть масса — и не только в конкретном инструменте автоследования, но и в других инструментах. Нужно просто озаботиться этим.

Владислав КОЧЕТКОВ. Продолжая тему инвестиционных советников, финансовых консультантов, Тимур, хотел обратиться к вам. Вы всегда в числе сильных стороны компании «Фридом финанс» отмечали именно качественную аналитику, клиентскую поддержку. Вот появление потенциально десятков, сотен, тысяч консультантов, которые начнут давать инвестицидеи, заботиться о клиенте — это на ваш бизнес повлияет позитивно или негативно?

Тимур ТУРЛОВ. Не думаю, что это может повлиять на мой сервис негативно. Другое дело, что я все равно с определенной долей скептицизма отношусь к бурному развитию сейчас этой отрасли.

Любая брокерская компания пытается следить за своей репутацией. Потому что, когда клиент начинает покупать наш классический брокеридж или другой продукт, он все равно обращает внимание на нашу репутацию. Ну, а мы со своей стороны следим за тем, чтобы наши сотрудники действительно знали законодательство, имели формальные аттестаты. Мы, в конце концов, выстраиваем достаточно хитрые и сложные системы внутреннего контроля (в том числе, и всех клиентских счетов) на предмет возможных злоупотреблений. Все упирается в ответственность. На всяких странных кейсах клиенты зачастую ищут свет под фонарем, то есть, далеко не там, где проблема может на самом деле быть. Если клиент потерял деньги, он в первую очередь приходит в ту финансовую организацию, которая ведет его счет, особенно если это богатая финансовая организация, с которой есть что взять. И только потом уже, во вторую очередь он идет мучить своего консультанта, который ему наторговал. Мы все помним этот судебный кейс на почти 2 млрд рублей, очень грустный и печальный для рынка. Именно поэтому мы сейчас усилили дополнительно все наши системы внутреннего контроля.

Мы упираемся, в конечном счете, в репутацию. Брокерские лицензии — это, как правило, sellside, когда компания про-

дает клиенту продукты, продает акции. Есть лицензия bayside — лицензия инвестиционного консультанта, инвестмент-эдвайзера в Америке. Лицензия тех, кто стоит на стороне покупателя. Но американцы очень своеобразно регулируют вознаграждение. Очень интересный консенсус, к которому пришло американское общество, состоит в том, что деятельность частных инвестмент-эдвайзеров может тарифицироваться только в виде фиксированного fee от активов клиентов, которых они ведут. Об этом тоже можно задуматься. Потому что очень много злоупотреблений со стороны советников происходит, когда им платит не сам клиент. Когда они получают какую-то долю комиссионных, и они тогда мотивированы либо слишком сильно рисковать, либо слишком много торговать. Когда человек понимает: нажму кнопку — получу 200 долларов, то очень сложно кнопку не нажать. У нас почти вся система внутреннего контроля построена вокруг этого.

Но уверен, что индустрия будет развиваться, и инвестиционным советникам, безусловно, быть. Смогут ли они конкурировать с брокерами, которые сейчас зарабатывают с многого, в том числе, для того, чтобы субсидировать своих инвестиционных консультантов — это вопрос. Надеюсь, наше общество станет достаточно богатым, чтобы клиенты могли самостоятельно оплачивать труд финансовых советников. Мы будем к этому идти, но, может быть, не так быстро, как хотелось бы.

Владислав Кочетков. Американское общество в ответ на то, что финансовый советник каждый год, иногда ничего не делая, отгрызает по 2% от актива, придумал такую штуку, как робоэдвайзинг.

Вопрос Сергею Лукьянову: все-таки инвестконсультирование — это не только работа людей, это еще и робоэдвайзеры, и автоследование, и десятки других форм предоставления рекомендаций. С моей точки зрения, «Открытие» в этом плане реализует достаточно консервативную стратегию. Не технологичный

брокер, без обид. Планируются ли какие-то стратегические изменения в данном направлении? На ровном месте всегда проще делать. Есть какие-то планы? **Сергей ЛУКЪЯНОВ.** Владислав, вы ошибаетесь. Завтра на следующей панели будет Юрий Минцев, и он расскажет о технологических новинках. Но де-факто в «Открытии Брокере» уже несколько лет существует своя модель автоследования в виде портфелей, к которым клиент может присоединиться и получать результат. Это точно такие же вещи, как делается на ресурсе «Сомон» и в «БКС».

Владислав КОЧЕТКОВ. Это собственные портфели «Открытия»? **Сергей ЛУКЪЯНОВ.** Это рекомендуемые портфели, которые делают аналитики.

Владислав КОЧЕТКОВ. А почему не в рамках УК? **Сергей ЛУКЪЯНОВ.** В рамках УК. То есть, в том числе, такие продукты есть и в рамках УК.

Владислав КОЧЕТКОВ. Если в рамках УК, то это не автоследование.

Сергей ЛУКЪЯНОВ. Есть и в рамках УК, и в рамках брокерского бизнеса. Мы сейчас смотрим, насколько будем соответствовать базовым стандартам. Если что, то будем подходить под лицензию доверительного управления совершенно нормально.

Владислав КОЧЕТКОВ. Понял, спасибо. Хотел еще поговорить о новых инструментах, которые должны появиться на российском рынке уже в 2018 году, — об иностранных ценных бумагах на «Московской бирже». Анна, вот у меня многие спрашивают, зачем они «Московской бирже» нужны?

Анна КУЗНЕЦОВА. Наверное, первый немножечко иностранный инструмент, про который я хотела бы сказать, — с завтрашнего дня на Московской бирже начнутся торги фьючерсами и опционами на американскую нефть. Соответственно, welcome в новый стакан.

Еще мы готовим фьючерс на SP&500, который рассчитан компанией «Актив». Контракт согласован с Комитетом по

срочному рынку и в ближайшие дни будет направлен на регистрацию в Центральный банк.

В последние годы (наверное, с 2014-го) мы достаточно часто получали запрос о валютных инструментах. И так или иначе они на Московской бирже появлялись: где-то евробонды, где-то облигации, выпущенные по российскому праву. Напомню, что на бирже присутствует линейка ETF, покрывающая все основные индексы, уже даже от двух провайдеров. Сейчас обсуждаем вопрос допуск на свою площадку иностранных акций: Европа, Америка, Азия, то есть все континенты.

Не у всех есть доступ на американский рынок, не у всех он такой прямой, как у брокеров, имеющих партнера — американского брокера. Не все умеют проводить селтмент по таким сделкам с единой позиции стандартными расчетами. Ну и, наконец, в расчетной инфраструктуре группы «Московская Биржа» на хранении находится большое количество иностранных активов, порядка 12 тысяч isin всего: около 900 isin в облигациях и где-нибудь 400 isin в акциях. А, к примеру, еврооблигаций, выпущенных российскими компаниями, там порядка, наверное, 350 isin, а хранящихся на хранении в НРД — больше 4 тысяч. Соответственно, вот этот объем иностранных активов российские инвесторы хранят в нашей инфраструктуре. Возможность заключения сделок с ними, в том числе, внутри страны, мы и планируем предоставить. Какие именно бумаги — призываю к дискуссии.

Владислав КОЧЕТКОВ. То есть, вы это делаете для людей, а не для того, чтобы убить Санкт-Петербургскую биржу, я правильно понимаю?

Анна КУЗНЕЦОВА. Для людей, конечно. **Владислав КОЧЕТКОВ.** А купить ее не думали?

Анна КУЗНЕЦОВА. Сделки M&A на бирже сейчас не обсуждаются.

Владислав КОЧЕТКОВ. Ну просто опыт интеграции есть.

Анна КУЗНЕЦОВА. Мы не очень давно подписали партнерское соглашение с

Биржей Казахстана. Наши усилия по развитию технологий в ближайшее время будут направлены туда.

Владислав КОЧЕТКОВ. Про новые инструменты «Московской биржи» я хотел поговорить еще, но с Валерием Ляхом. Мы видим, что «Московская биржа» достаточно активно развивает тему новых инструментов. Планируется перезагрузка сектора РИИ, развитие сектора роста. То есть появится достаточно много эмитентов малой и средней капитализации. Коллеги из комплаенса (вон там они сидят) смотрят на эти инструменты — цитирую — риск-ориентированно. То есть бояться они, если коротко. Они даже не уверены, нужно ли клиенту давать доступ к этим инструментам.

Валерий, какова позиция вашего департамента? Должен ли брокер, если считает, что инструмент плохой, но при этом обращается на организованной площадке, той же самой «Московской бирже», вводить по нему какие-то дополнительные ограничения? Или все-таки если биржа инструмент допустила, а клиент хочет торговать, то пусть торгует?

Валерий ЛЯХ. Владислав, тут вопрос, наверное, все-таки не по адресу. Мы занимаемся расследованиями, а не входим отношения между брокером и его клиентом. Это скорее вопрос и к Ларисе Константиновне, и к нашим службам по защите прав потребителей услуг.

Но при этом хотел отдельно сказать, что в рамках опять же потенциального внедрения нового законодательства в отношении манипулирования рынком у нас сейчас совместно с участниками рынка (и с эмитентами) проводится тестовое исследование на предмет того, что потенциально будет включено в перечень инсайдерской информации и что будет включено в перечень манипулирования рынком в будущем. То есть до того момента, когда новое законодательство вступит в силу, и профучастники рынка, и кредитные организации, и эмитенты имеют возможность совместно с Банком России поучаствовать в экспери-

менте. Мы пригласили к участию порядка 100 организаций, более 30 выразили уже свои пожелания в отношении того, что необходимо потенциально внедрить в рамках этого тестового исследования. Эксперимент только разворачивается. Так что можем и остальных пригласить.

Делается это ровно с одной целью. Чтобы через 270 дней после того, как законодательство вступит в силу, участники рынка были готовы к этому. И, может быть, чтобы ошибки, которые можно совершить, совершались в рамках эксперимента, а не в рамках реализации уже действующего законодательства.

Владислав КОЧЕТКОВ. Лариса, вы что-нибудь добавите?

Лариса СЕЛЮТИНА. Вы сейчас затронули вопрос, кто должен оценивать риски или нести ответственность за, который предлагается клиенту, — брокер или биржа, которая допустила этот инструмент. Правильно я поняла?

Владислав КОЧЕТКОВ. Да.

Лариса СЕЛЮТИНА. На бирже, конечно, должны обращаться разные инструменты, нам не хватает бумаг. Мы на предыдущей сессии говорили о том, что, когда выходят молодые компании, они, естественно, не сразу набирают большие обороты, и как оценить рискованно ли покупать их бумаги не рискованно? Конечно, это сам клиент должен оценивать. Но клиент должен оценивать понятный инструмент. Клиент, особенно неквалифицированный, должен сделать свой выбор: облигацию ОФЗ он купит или, например, «Пятерочку», или еще что-то. Инструмент должен быть понятным.

А вот когда брокеры, чтобы получить комиссию, предлагают неквалифицированному клиенту субординированные облигации, — здесь ответственность, конечно, брокера. Не административная ответственность, а поведенческая, забота о будущем этого клиента. Клиенты не понимают того, что такое субординированная облигация, не понимают рисков, которые несет в себе эта бумага. И есть брокеры, которые пытаются объяснить

клиентам риски по субордам, — но есть и те, которые этого не делают. Таких прецедентов уже достаточно много на рынке, по субордам предлагается достаточно высокая доходность. Вот здесь, я считаю, речь может идти о поведенческом аспекте. Думает ли брокер о своей сиюминутной прибыли — или о том, что, купив предложенный продукт, клиент может в будущем разочароваться. Квалифицированные инвесторы понимают риски, которые несут. А вот неквалифицированные — к ним нужен здесь особый подход. Нужен совершенно другой уровень раскрытия информации — четкое, ясное, понятное описание всех рисков, которые несет тот или иной инструмент.

Владислав КОЧЕТКОВ. Насчет новых инструментов. Я не попал на Смартлаб, потому что на выходных был в Питере, там проходило большое мероприятие по блокчейну. И там три команды решали кейс про развитие Комона как мульти-брокерской системы на основе блокчейна. Они, правда, все в итоге свели, по сути, к превращению Комона в криптофонд. Но было интересно пообщаться. К чему я про это вспомнил? Просто приходит достаточно много компаний, тех же самых криптофондов, которые мечтают предложить свои услуги нашим клиентам, хотят подключиться к автоследованию. Мы само собой говорим, что нельзя. Может ли быть, что квалифицированным инвесторам разрешат эти инструменты — или это тоже пока нельзя? Или ждем принятия закона?

Лариса СЕЛЮТИНА. Ждем принятия закона. Руководство Банка России дало очень четкий сигнал, что не надо запускать в рынок инструменты, которые непонятным образом будут обращаться, несут непонятные для клиента риски. Еще раз: сейчас задача — не разочаровать. И появляются, и выстреливают новые заманчивые инструменты с высокой доходностью, — но совершенно понятно, что это пирамиды. Желающий купить этот инструмент все равно найдет возможность и купит, но количе-

ство желающих не так уж велико. Если влиять рекламой на мозг неквалифицированного инвестора, он тоже купит, но мы его через какое-то время потеряем. Здесь — ответственность.

Владислав КОЧЕТКОВ. А мы про квалифицированных говорим.
Лариса СЕЛЮТИНА. О квалифицированных можно сказать то же самое. Пока не будет регулирования, мы не готовы допускать непонятные инструменты даже до них.

Владислав КОЧЕТКОВ. Ну вот мы так всем и говорим. (Смех в зале).

Сергей ЛУКЬЯНОВ. Я тоже хочу добавить на тему раскрытия рисков для клиента. Мы проводим сейчас исследование — а вообще читают ли люди то, что им пишут о рисках? Да ни фига они не читают.

Что именно будут читать люди? Если предоставить клиенту том документов, где прописан каждый риск, мне кажется, он подумает: «Молодцы, много написали, ладно», — и подпишет не глядя. А вот если будет один листочек, где все расписано достаточно четко, то клиента хотя бы можно заставить прочесть собственноручно им подписанное. Как правило, большие объемы документов читают люди с большими деньгами. Они уже по умолчанию квалы, у них есть свои юристы, которым они эту пачку отдадут: «На, почитай». Юрист прочтет, напишет 38 млн вопросов, их зададут уже юристам брокера, — с этого момента пойдет какой-то диалог. А вот если говорить про простых инвесторов, неквалифицированных, — мы действительно хотим написать для них «Войну и мир» про все риски? Или же мы хотим сделать это коротко, прозрачно и понятно?

Владислав КОЧЕТКОВ. Сергей, да можно хоть в виде комикса оформить, который еще и нарисует сам брокер. Но если клиент видит, условно, 10 тысяч годовых, то подпишет он эту бумажку с комиксом.
Сергей ЛУКЬЯНОВ. Действительно, нарисовать на договоре бомжа: типа, таковы ваши риски. Картинку посмотрел, с риском согласен — все в порядке.

Вопрос из зала. На черной бумаге печатать или на розовой?

Лариса СЕЛЮТИНА. Мы, например, когда видим в портфелях профучастников, что они предлагают клиентам рискованные бумаги... мы с одной компанией — профессиональным участником провели работу, попросили их все-таки устранить недостатки в том, что они не дали клиентам полную информацию. Они очень серьезно и профессионально подошли к вопросу: буквально каждому клиенту — владельцу рискованных бумаг было направлено согласованное с Центральным банком уведомление, где очень четко, коротко были описаны все риски владения этими бумагами. Считаю, что этого достаточно. Если клиент все равно остался в этой бумаге, это его выбор. Но все, что нужно, брокер сделал.

Владислав КОЧЕТКОВ. Мы использовали уже половину нашего лимита времени, поэтому предлагаю постепенно двигаться к регулятивным вопросам.

Давайте начнем со стандартов. Лариса про них уже говорила. Но все-таки хотел еще раз. Вот мы говорили про них, звучала тема поведенческого надзора. Есть базовые стандарты, которые принимает ЦБ, есть внутренние стандарты, которые создает СРО. Все-таки сейчас достаточно большой объем стандартов, по сути, идет именно от регулятора, то есть стандарты превращаются в подзаконные акты. Вот какие вопросы все-таки в итоге ЦБ оставляет за собой, а какие готов делегировать на саморегулирование?

Лариса СЕЛЮТИНА. Не соглашусь с вами. Внутренние стандарты — это, безусловно, стандарты СРО. Базовые стандарты — тоже стандарты СРО. Просто порядок их принятия немного другой. Он согласовывается и разрабатывается на комитете, куда входят представители Центрального банка и профсообщества, в том числе службы по защите прав. Это очень полезно ровно потому, что именно на стадии разработки базового стандарта вы слышите мнение регулятора и сразу исправляете те моменты,





относительно которых он изначально не согласен.

Да, Банк России согласовывает, но все-таки это стандарт саморегулируемой организации. Саморегулируемая организация отвечает и за внедрение этих стандартов, и за их соблюдение членами саморегулируемой организации. Мы провели достаточно четкий водораздел наших компетенций. Банк России выявляет нарушения в части нормативных актов и законов, саморегулируемая организация — в части внутренних стандартов и базовых стандартов.

И еще один аспект, который на предыдущей сессии не прозвучал, но мы будем это внедрять в надзорную часть: регулятор будет обмениваться информацией с СРО. Естественно, у Банка России больше информации, и мы чаще проверяем. Сейчас, Эльвира Сахипзадовна об этом говорила, мы уходим от комплексных проверок, проверяем конкретный факт нарушения. В процессе этих проверок, естественно, может выявиться нарушение и внутренних стандартов, и базовых стандартов. Регулятор будет не наказывать, а информировать саморегулируемые организации, которые уже через дисциплинарный комитет будут реагировать на факты нарушения.

А регулятор, в свою очередь, будет проверять, насколько эффективно работают органы СРО — в части того же дисциплинарного комитета. Пока мы видим, что еще не очень эффективно. Мы только начинаем делать первые шаги. Наш департамент уже направлял в саморегулируемую организацию факты нарушений в деятельности компании. На этом примере прорабатывается взаимодействие. Банк России будет контролировать, какие меры принимает саморегулируемая организация и как быстро. Вот такой сейчас выработывается механизм. Это тоже новое: новое для вас, новое для нас. Потому что СРО стала, с одной стороны, регулятором, с другой стороны, надзорным органом.

Получается очень сложная матричная структура. Мы ищем пути, каким об-

разом это сделать, чтобы не вешать на отрасль лишнюю нагрузку. Считаю, что мы нашли компромисс.

Владислав КОЧЕТКОВ. Андрей, а вашему бизнесу нужны стандарты? Вот каких стандартов не хватает, чтобы пройти путь к триллиону?

Андрей АЛЕТДИНОВ. Спасибо, Владислав. В принципе у компании БКС есть все для того, чтобы набрать триллион клиентских активов. Есть стратегия, есть люди, компетенции, мы идем по этому пути, и нам в принципе вряд ли что-то помешает.

А стандарты нужны. Потому что есть брокера, которые выстраивают долгосрочные отношения с клиентом, которые верят в этот бизнес, которые готовы вкладывать большие деньги. Мы делаем миллиардные инвестиции как раз для того, чтобы этот триллион привлечь. Но есть брокера, которые могут поддерживать недобросовестные практики. Таким точно не место на нашем рынке. Для этого, собственно, стандарты и существуют, чтобы дать честным брокерам возможность инвестировать и выстраивать долгосрочные отношения с клиентом.

Владислав КОЧЕТКОВ. Думаю, что нечестных (а может быть, и честных) брокеров выкосят частично еще нормативы ликвидности и достаточности капитала, которых многие с нетерпением ожидают и про которые мы тоже хотели поговорить. Хотел как раз задать несколько вопросов, часть из них собирал у коллег.

Прежде всего, спрашивают, когда ждать новой редакции по расчетам норматива ликвидности? Сейчас брокера могут сальдировать не все инструменты. **Лариса СЕЛЮТИНА.** Сейчас брокеры проходят тестовый период, когда они сами считают этот показатель, а потом направляют результаты в Банк России. И поступают предложения, например, разрешить неттинг отдельных оттоков и притоков: по валютным сделкам, по разнонаправленным сделкам клиента внутри брокера или по сделкам через ЦК. Профучастники говорят, что недо-

пустимость такого неттинга существенно занижает величину ПКЛ [показателя краткосрочной ликвидности] брокера. И действительно, мы сейчас анализируем первые показатели, и получается, что чем крупнее брокер, тем ниже у него значение ПКЛ. У большинства крупных брокеров среднее значение ПКЛ находится в пределах единицы, однако, ряд крупных брокеров имеет катастрофически низкие значения ПКЛ — 0,14; 0,32; 0,22; 0,16. Это объясняется как большим объемом сделок, так и высоким аппетитом крупных брокеров. Конечно, именно они настаивают на том, чтобы уже сейчас неттировать ряд позиций.

В соответствии с Базелем-3 неттинг разрешен в исключительных случаях, — например, по оттокам и притокам ПФИ в рамках одного генерального соглашения. Но Банк России готов обсуждать эту тему. Однако пока никто не представил аргументированную позицию, подтвержденную расчетами. Если вы хотите, чтобы мы инициировали поправки уже на данном этапе, то будьте добры представить нам расчеты: например, величину оттоков с учетом и без учета неттинга и соответствующие значения ПКЛ.

Мы открыты к обсуждению этой темы.

Но, как бы то ни было, нормативный акт действует с 1 сентября 2017 года, мы до конца этого года должны установить норматив, показатель. Возможно, он начнет действовать не с первого, а со второго квартала 2019 года — срок тоже будем обсуждать с вами. А что касается значения, то регулятор может, в принципе, установить ступенчатое повышение норматива, растянуть его на период. Единица — наш ориентир, но начать можно с чуть меньшего показателя и растянуть его повышение на определенный период.

Сергей ЛУКЪЯНОВ. Лариса Константиновна, раз уж вы говорите, что опубликуете эти цифры. Регулятор уже больше шести месяцев собирает эти данные. Нельзя ли их опубликовать без имен профучастников, чтобы про-

фучастники хотя бы смогли понять, где сейчас находятся в новой системе координат? Кто-то поймет, что он вверху таблички, кто-то поймет, что он внизу, кто-то поймет, что он посередине. Хотя бы просто консолидированные данные. Потому что у регулятора данные есть. А вот индустрия не понимает, что происходит. Все боятся и думают, что вот сейчас Банк России выставит конкретную цифру — и придется срочно что-нибудь придумывать, что-то изобретать. Покажите эти данные!

Лариса СЕЛЮТИНА. Вы хотите без имен брокеров?

Сергей ЛУКЪЯНОВ. Да, без имен брокеров. Просто цифры, нам будет понятно.

Лариса СЕЛЮТИНА. Хорошо, это не проблема. Мы буквально на прошлой неделе презентовали отчет Владимиру Викторовичу, и он сказал о том, что можно уже обсуждать

Владислав КОЧЕТКОВ. И конкурс проведем — угадай, кто есть кто? В соцсетях соберем кучу народа...

Лариса СЕЛЮТИНА. Конечно, вы же знаете свои показатели. Да, хорошо, это не проблема, договорились.

Сергей ЛУКЪЯНОВ. Хотелось бы такого же подхода к нормативам достаточности капитала. Фактически это тот же показатель, что Н1 у банков. Соответственно, хотелось бы, чтобы подход был такой же: собрали, опубликовали. Чтобы мы не боялись, что нечто внезапно прилетит и надо быстро реагировать.

Лариса СЕЛЮТИНА. Какие же вы пугливые стали. Конечно, сделаем.

Владислав КОЧЕТКОВ. Так мы же на банковский сектор смотрим. Как при этом не бояться? (Смех в зале).

Лариса СЕЛЮТИНА. Между прочим, если говорить о нормативе по ликвидности, то регулятор вам предложил более лояльные условия, чем в банковском секторе. У банков в ВЛА-1 [показатель высоколиквидных активов] включаются только ценные бумаги, выпущенные и гарантированные государствами, центральными банками, организациями общественного

сектора, а у профучастников в показатель включен еще достаточно широкий перечень бумаг, гарантированных через центрального контрагента. Далее, у банков не учитывается дебиторская задолженность, у вас это есть. Так что мы не идем прямо по тому пути, которым устанавливался норматив для банков.

Владислав КОЧЕТКОВ. Ну это в части ликвидности. А что предполагается с достаточностью капитала?

Лариса СЕЛЮТИНА. Да, кстати, я еще не сказала, что норматив ликвидности распространяется только на участников, которые используют средства клиента. Поэтому сейчас некоторые брокера, у которых недостаточно клиентов, просто изменили свои правила. Они перестали пользоваться деньгами клиентов, и им вообще не нужно рассчитывать норматив по ликвидности.

Что касается показателя достаточности капитала, он распространяется тоже на всех — дилеров, брокеров, форекс-дилеров, ДУ. За исключением профиля «ДУ — управляющая компания»: там договорились, во избежание регуляторного арбитража, что ситуация регулируется как коллективные инвестиции. И ПДК определяется как отношение собственных средств к сумме кредитного и рыночного риска.

Формула в нормативном акте достаточно несложная. Операционного риска нет, в отличие от банков. Думаю, что никаких проблем и сложностей не будет. Сейчас начнем получать информацию, сделаем оценки и покажем профучастникам результаты.

Владислав КОЧЕТКОВ. Сегодня еще говорилось о пропорциональном регулировании. Вот с точки зрения достаточности ликвидности пропорциональность какая-то будет?

Лариса СЕЛЮТИНА. Считаю, что в отношении ликвидности пропорциональность уже применяется. Регулятор говорит, что если профучастник не хочет считать ПКЛ, он не должен пользоваться деньгами клиентов. Пользуешься день-

гами, значит, пожалуйста, рассчитывай норматив ликвидности.

Что касается норматива достаточности — здесь как раз имеет значение соотношение капитала к тем рискам, которые на себя принимает профучастник. И формула, в принципе, дает возможность вам самим рассчитывать объемы принимаемых рисков и самим оценивать, как это будет влиять на капитал. Просто в настоящий момент действующая плоская шкала норматива собственных средств никак не соотносится с объемом рисков, которые принимают на себя, например, крупные участники. Поэтому по показателю краткосрочной ликвидности (мы разговаривали с риск-менеджерами крупных брокеров) некоторым даже придется менять бизнес-модель.

Владислав КОЧЕТКОВ. С точки зрения некрупных брокеров, мне вот коллеги рассказывают, что расчет норматива ликвидности — достаточно трудоемкий процесс. Справятся ли небольшие профучастники, которые и так тяжелее переживают рост регулятивной нагрузки по сравнению с крупными компаниями?
Лариса СЕЛЮТИНА. Владислав, вы такой заботливый...
Владислав КОЧЕТКОВ. Да, я такой.
Лариса СЕЛЮТИНА. Справятся. Когда мы получали первые показатели, они были ужасными и разнонаправленными. После этого мы провели работу, направили разъяснения на 50 листах по всем возникшим вопросам. Сейчас все присылают уже адекватные, нормальные показатели.

Владислав Кочетков. Есть еще вопрос от комплаенса «ФИНАМа». Какие механизмы борьбы с возможным предоставлением недостоверной информации регулятор планирует использовать? Потому что коллеги считают, что к вам не всегда может приходиться достоверная информация.

Лариса СЕЛЮТИНА. Естественно! Но ведь, сколько веревочке ни виться, конец все равно будет. (Смех в зале). Регулятор не рекомендуем предоставлять недостовер-

ную информацию, потому что сейчас у нас очень много механизмов проверки. Во-первых, будет все больше совершенствоваться XBRL. На следующем этапе, когда XBRL будет отработан, мы будем получать данные внутреннего учета через него. Плюс мы видим все операции на бирже, получаем данные по операциям на внебиржевом рынке, нам есть с чем сравнивать. Сейчас надзорные процессы автоматизированы, автоматизирован отчет по ценным бумагам, нам не надо обрабатывать данные вручную: сразу вылетают определенные сигнальные показатели, что где-то чему-то не соответствует. Дальше наши кураторы уже точно проверяют, откуда возникло несоответствие. Например, вы в отчетности указываете одни данные, а данные с биржи мы получаем другие. Также мы видим движение денежных средств брокера... Нам всегда есть с чем сравнить и проверить. Период, когда у регулятора не было этих механизмов, был достаточно сложен, выявлять нарушения было достаточно трудно. Но я уже давно честно рассказываю, что профучастники для регулятора становятся все более и более прозрачны. Брокеров, которые пытаются придумать схемы для обмана регулятора, становится все меньше, мы достаточно быстро их сейчас выявляем и удаляем с рынка. Но таких уже единицы, вы можете это видеть по тенденции сокращения количества уходящих брокеров. В основном уходят добровольно.

Владислав КОЧЕТКОВ. Так что, коллеги из комплаенса, фальсифицировать можно, но недолго. Андрей, у тебя были вопросы.

Андрей АЛЕТДИНОВ. Очень большой интерес к иностранному рынку. Много инвесторов интересуется, например, американским рынком, мы их в этом поддерживаем: они правильно делают, диверсифицируют свои активы, вкладывают в надежные рынки развитых стран. Но возникает проблема: хранение ценных бумаг таких клиентов для российского брокера (именно для российского) уменьшает капитал. Так как приток инвестиций довольно велик, то проблема

серьезная. Мы не понимаем, что делать: то ли перестать клиентов принимать на обслуживание, то ли что?

Потому что, если хранить активов на миллиард у иностранного брокера, то нужно 500 млн собственного капитала.
Владислав КОЧЕТКОВ. «Финам» продажу американских стратегий почти остановил. Действительно очень болезненная тема.

Лариса СЕЛЮТИНА. Вам Сергей сейчас расскажет, что надо делать.

Сергей ЛУКЪЯНОВ. Продавайте валютный, боярышник, подорожник, ну и, собственно, продвигайте отечественного производителя. Что еще можно сказать в этом плане?

Лариса СЕЛЮТИНА. У некоторых компаний этот уровень уже достигнут, и они принимают решение в пользу НРД...

Андрей АЛЕТДИНОВ. Но это же с точки зрения клиентов неправильное поведение. Снижать риски — это же нормальная для клиента история.

Лариса СЕЛЮТИНА. Если вы выбираете достаточно надежные зарубежные депозитарии, если это Евроклир, Клирстрим или депозитарий, имеющий счет в Евроклире или Клирстриме, то проблем не возникает.

Андрей АЛЕТДИНОВ. Чтобы хранить американские ценные бумаги в ДТСС, нужно иметь собственного американского брокера.

Лариса СЕЛЮТИНА. Эта норма позволила регулятору справиться с колоссальным объемом недобросовестных практик, когда с помощью иностранных депозитариев-помоек рисовались активы на счетах ДЕПО уже в российских депозитариях. Так делали банки, так делали страховые компании. Когда мы ввели этот норматив, вот эти цепочки недобросовестных практик практически были сведены на нет. И банковский надзор, и департамент страхового рынка нам очень благодарны за введение этого норматива. Ну, может быть, со временем это изменится, когда у нас все будет спокойно и добросовестно, когда не будет больше таких случаев.

К сожалению, пока у нас появляются болгарские депозитарии или еще какие-то странные структуры. Вот Валерий знает эти случаи, он взаимодействует с иностранными регуляторами и помогает нам проверять эти депозитарии. Валерий, да?
Валерий ЛЯХ. Помогаем. И закрывать помогаем.

Андрей АЛЕТДИНОВ. Лариса Константиновна, пользуясь случаем, все-таки хочу настаивать на том, что пришло время решать эту проблему, дальше так жить невозможно.

Владислав КОЧЕТКОВ. Поддержу Андрея. Молотком можно гвозди забивать, а можно голы проламывать. И вот в данном случае в борьбе с недобросовестными практиками, получается, страдает бизнес добросовестных участников.

Анна КУЗНЕЦОВА. Московская биржа отвечает на этот запрос.

Владислав КОЧЕТКОВ. Дорого. Дорого на Московской бирже.

Андрей АЛЕТДИНОВ. Все ждут прихода на российский рынок американской компании Interactive Brokers. А что нам тогда делать? Все клиенты уйдут туда, на американском рынке нет никаких нормативов.

Лариса СЕЛЮТИНА. Да никто никуда не уйдет. Торговать надо здесь, депозитарии у нас здесь, вот уже иностранные бумаги пришли на «Московскую биржу». Если есть реальная проблема, пожалуйста, объединяйтесь, приходите через саморегулируемую организацию, с расчетами. Можно обсудить вопрос на комитете по базовым стандартам, это хорошая площадка. Приходите, объясняйте, в чем проблема и что вы предлагаете. Но с пониманием, что дальше так жить нельзя, а вы не хотите поменять модель своего взаимоотношения с иностранным депозитарием.

Сергей ЛУКЪЯНОВ. Лариса Константиновна, самый крупный нормативный акт, который принят и сейчас вступает в действие — это базовые стандарты. Одно из самых важных нововведений этого документа — запрет и регулирование вся-

ческих условных поручений, дящихся поручений. Их сейчас хотят, так сказать, прикрутить руками регулятора.

Но ведь существуют системы «банк-клиент», существует сайт госуслуг. Я, например, подключен к этой системе, к сайту госуслуг. Если, к примеру, мне придет какой-нибудь штраф (неважно, на какую сумму), то денежка за мои действия автоматически спишется с платежной карты и уйдет платежом. Это не что иное, как условное поручение. То есть это сервис, удобный сервис, мы все его потребляем. Почему же на фондовом рынке мы хотим его прикрутить? Есть хорошие, удобные банковские сервисы, к которым клиенты привыкли. Но у клиентов, которые пользуются ими в рамках нашей индустрии, мы почему-то хотим их отрезать.

Лариса СЕЛЮТИНА. Сергей, мы очень долго, практически весь год обсуждали использование дящихся поручений.

Регулятор же их не запретил, мы нашли компромисс, мы обозначили, что дящиеся поручения применяются в целях закрытия и переноса позиций клиента, как было изначально, с этим вопросов нет. А ведь что происходило на практике (и это не были какие-то частные недобросовестные практики): брокерский бизнес на основании дящихся поручений превратился в доверительное управление. Конечно, какая-то часть активных клиентов использовала их для закрытия позиций и т.д. Но в отношении пассивных клиентов (а их у нас большинство) благодаря этим дящимся поручениям брокер управлял средствами клиента практически в рамках доверительного управления.

Сергей ЛУКЪЯНОВ. С этим согласны, это регуляторный арбитраж, который нужно устранять.

Лариса СЕЛЮТИНА. Либо профучастник передавал деньги и ценные бумаги клиента в займ (тоже на основании дящихся поручений), тем самым вообще выводил эти активы. Когда регулятор стал видеть, что делается внутри профучастника, каким образом используются

деньги и бумаги клиентов, мы увидели, что риски на это вы никоим образом не считаете. Ровно поэтому мы и пришли к истокам: клиент дает дящееся поручение, и брокер его использует для закрытия и переноса позиций.

Мы целый год дискутировали по этой теме, вы очень долго, яростно сопротивлялись нововведениям. Ведь очень много было случаев, когда активы теряли ровно из-за того, что бумаги и средства клиентов выводились, в том числе, в зарубежные компании. И когда случался дефолт, клиенты теряли эти деньги.

Поэтому пока найден компромисс, и мы зафиксировали это в базовом стандарте. Посмотрим, как пойдет дальше. Если профучастники станут полностью идеальными, если наступит сплошной маркетплейс, робоэдвайзинг и прочее, то, может быть, эти требования уже не будут настолько актуальны. Но пока в целях защиты клиента будет так.

Владислав КОЧЕТКОВ. Тимур, американские бумаги — достаточно большой кусок бизнеса компании «Фридом Финанс». Вы как этот вопрос решаете, насколько он болезнен для вас?

Тимур ТУРЛОВ. Этот вопрос действительно является для нас болезненным. Причем у меня есть опыт Казахстана, где тоже работает наш очень крупный брокер. А Казахстан в этом вопросе шагнул дальше: там брокеру в принципе запрещено хранить бумаги где-либо, кроме центрального депозитария либо банков-кастодианов, за которыми Национальный банк может наблюдать. Там даже нет норматива, что можно делать что-то операции в соответствии с размером капитала — нет, вообще совсем нельзя. Просто по факту: локальные брокеры обслуживают только институциональных клиентов. Частных клиентов на западных рынках они не обслуживают вообще. Просто потому, что стоимость DVP-расчетов с использованием глобальных кастодианов в интересах розничного клиента получается абсолютно космической для каждой сделки.

Если, условно говоря, глобально торгует фонд с активами 10 млн долларов, то для него платить брокеру 30-40 долларов за расчеты по каждой сделке не является проблемой. Но когда пытается торговать акциями, скажем, компании Apple клиент с активами в 40 тысяч долларов, а брокер берет с него по 20-40 долларов за расчеты по каждой сделке... Это всегда очень узкий момент. Когда делаешь расчеты, что называется, out of the house с внешним кастодианом, то это очень надежно. Эту инфраструктуру всегда использовали для пенсионных фондов, для любых крупных сделок. Но это и очень дорого всегда. Розничные клиенты всегда жили жили внутри брокеров, расчеты всегда делал брокер внутри них, их не делал какой-то внешний депозитарий. Любую сделку можно рассчитать в НРД, НРД имеет отличную инфраструктуру.

Есть проблема, что бумаги надо ставить на обслуживание, но это происходит быстро. Использовать НРД вместо Евроклира, особенно если торгуешь более-менее однородные бумаги, абсолютно можно, мы так и делаем. Сейчас использовать других кастодианов, наверное, бессмысленно, и рисков вроде никаких нет. Когда клиенты розничные, когда они делают сделку чаще чем раз в полгода, то косты от кастодиальных расчетов начинают бить по ним довольно сильно, просто в силу высокой стоимости. Очень надежно, но совсем не работает. Наверное, российские брокеры — только для российских бумаг, а иностранные бумаги торгуются через иностранных брокеров.

К сожалению, условный «Интерактив Брокер» захватывает галактику именно потому, что его собственные затраты на клиринг действительно в сотни раз ниже. Просто в силу того, что они это делают ин хаус, им не надо для расчетов использовать какой-нибудь Евроклир, а нам нужно. Мы не можем быть прямыми членами DTCC, часто не можем быть даже членами Евроклира, и цепочка до DTCC получается довольно длинная.

Причем найти баланс очень тяжело. Когда Национальный банк Казахстана начал пытаться этот баланс искать, то конценция, что использовать иностранные кастодианы нельзя вообще, сменилась на другую: иностранные кастодианы использовать можно, но только в случае, если у них будет достаточно высокий международный кредитный рейтинг и они будут обмениваться данными с Национальным банком Казахстана относительно остатков. Там тогда получилась другая развилка: либо кредитного рейтинга у брокера нет, но он готов обмениваться с Национальным банком информацией об остатках, либо кредитный рейтинг у него есть, и он точно не будет обмениваться с Национальным банком Казахстана об остатках. Вроде норму смягчили, но она при этом совершенно не заработала.

Поэтому вопрос сложный. Я прекрасно понимаю опасения регулятора. Но надеюсь, что какие-то механизмы появятся. Что все-таки в условиях роста прозрачности нам удастся создать условия, когда мы сможем доверять не только себе, но и каким-то иностранным регуляторам и депозитариям. И регуляторы уже друг с другом будут выстраивать взаимодействие, вести встречные проверки, проверять качество депозитариев. Потому что двигаться в эту сторону надо. К сожалению, дать полноценный доступ на западные площадки, используя исключительно внешнюю кастодиальную инфраструктуру, крайне тяжело.

Владислав КОЧЕТКОВ. То есть получается, что по факту наш розничный инвестор, который хочет торговать Америку, уйдет к иностранным брокерам. И у ЦБ вообще не будет никакой возможности инвестора защитить и о правах его заботиться. Лариса, как вы к этому риску относитесь?

Лариса СЕЛЮТИНА. Сейчас коллега очень правильно сказал о том, что это общая проблема. Пока регулятор не мог контролировать, какие именно бума-

ги лежат у профучастника и лежат ли они там в принципе, были проблемы. Колоссальное количество банков, которые сейчас постепенно уходят с нашего рынка, пользовались этими схемами и показывали в собственных средствах несуществующие бумаги. И до сих пор эта еще тема остается актуальной.

Прав представитель «Фридом Финанс»: у России налаживаются отношения с иностранными регуляторами, мы вступили в ИОСКО, наши запросы имеют обратную связь. Кипр стал достаточно оперативно работать. С болгарским регулятором мучились почти целый год, прежде чем получили-таки информацию о том, что этот депозитарий в принципе не может совершать те услуги, которые он оказывает российским структурам. И это повлекло целую цепочку ухода брокеров с рынка. Валерий, сколько их там было, 16?

Валерий ЛЯХ. Но это на российском и на болгарском рынке совокупно. Собственно, Лариса Константиновна говорит в отношении профучастников, а это проблема также и кредитных организаций. А также страховщиков и других участников финансового рынка. Но опять же раньше эта проблема не решалась, а сейчас, с момента включения Банка России в число членов ИОСКО, — она решается. Пусть это не происходит сразу, но Лариса Константиновна уже сказала про веревочку.

Лариса СЕЛЮТИНА. У нас задача общая — привлечь инвестора и оставить его на рынке. Зачем же нам недобросовестные-то участники? Наверное, мы отменим когда-нибудь эти ограничения либо сделаем их более легкими. Но нам нужна информация об иностранных депозитариях, и если иностранный регулятор дает нам эту информацию, то мы расширим перечень тех депозитариев, в которых можно держать иностранные бумаги.

Андрей АЛЕТДИНОВ. Можно же оставить ограничения по хранению иностранных активов для профучастников,

для банков. Но ритейловому клиенту зачем схемы?

Владислав КОЧЕТКОВ. Или разделить физлиц и юрлиц.

Коллеги, предлагаю перейти к следующей теме — это новые правила маржинальной торговли. Лариса, для чего будут вводиться новые правила маржинальной торговли и когда ждать их появления?

Лариса СЕЛЮТИНА. В настоящее время регулирование торговли с плечом затрагивает, как вы знаете, только сделки с ценными бумагами. Что в настоящий момент создает заметный перекося в моделях управления рисками сложных портфелей клиентов, куда входят уже и валютные инструменты, и производные финансовые инструменты. Новый нормативный акт нацелен в первую очередь на расширение периметра регулирования торговли с плечом, включает в него линейные финансовые инструменты, фьючерсы и валютные позиции.

Нелинейные производные финансовые инструменты (опционы и отдельные классы свопов) пока в периметр регулирования не вошли, но в будущем мы планируем. Акт уникальный, способствует снижению рисков клиентов, потому что их как бы огораживают от реализации рыночного риска. Но очень сложный, конечно. На рынке такие документы могут писать несколько гениев: Арефьев, Салащенко. Они очень сложны для регулирования, очень сложно их проводить через юридический департамент, через Минюст, там сплошные формулы.

Сейчас акт уже подготовлен, проходит согласование, — наверное, месяца через два-три будет выпущен. Будет, естественно, дан период для того, чтобы профучастники привели в соответствие свои системы.

Сергей ЛУКЪЯНОВ. То есть, фьючерсы появятся, это здорово, но опционы, вы сказали, не появятся.

Я думаю, что это тема животрепещущая. На рынке несколько дней назад совершенно случайно произошло

событие по опционным позициям, которое, как и в 2014 году, привело брокеров к ситуации, что не могли закрыть позиции клиентов. И, насколько известно, сегодня, тоже совершенно случайно, на «Московской бирже» проходит комитет по этому поводу. Биржа планирует сделать фундаментальный релиз, насколько мы слышали, по риск-менеджменту срочного рынка. Хотелось бы приоткрыть завесу тайны над этим релизом. Сможет ли биржа после внедрения данного релиза спасти брокерскую индустрию от того, чтобы брокеры просто прекратили давать народу опционы? Чем сможет биржа нам помочь?

Анна КУЗНЕЦОВА. Мне кажется, этот релиз не предполагал спасения брокерской индустрии от того, чтобы брокеры перестали давать опционы. Действительно, риск-менеджмент системы срочного рынка дорабатывается. Но, честно говоря, я не знаю, в какой части он сегодня обсуждается на комитете по срочному рынку. Я сегодня здесь, на конференции.

Давайте так. На Московской бирже по релизу всегда формируется некоторое клиентское описание, заинтересованным мы его направим.

Сергей ЛУКЪЯНОВ. Вопрос риск-менеджмента, словно краеугольный камень, проходит не только через индустрию брокеров, но и через регулятора. Регулятор тоже должен контролировать риски, это та вещь, которую регулятор хочет видеть.

Анна КУЗНЕЦОВА. Департамент финансовой стабильности следит за НКЦ в течение 24 часов 365 дня в году, иногда даже 366.

Андрей АЛЕТДИНОВ. Я думаю, что здесь вопрос все-таки не к регулятору, а скорее к бирже. И у нас есть в связи с этим предложение, чтобы пересмотреть отношение к рискам по опционам и пересмотреть, может быть, гарантийное обеспечение по каким-то контрактам.

Сергей ЛУКЪЯНОВ. В первую очередь, дальним.

Анна КУЗНЕЦОВА. Давайте сделаем, как в прошлый раз. На Московской бирже была создана рабочая группа, мы выработывали индикативные ставки, долго-долго обсуждали. Считали, оценивали, показывали Центральному банку — и потом в путь. Точно так же, наверное, надо поступить здесь.

Лариса СЕЛЮТИНА. Коллеги, если возникает проблема, еще раз повторю — не вопрос, приходите с этой проблемой. Владислав КОЧЕТКОВ. Возвращаясь к новой маржиналке, а сколько времени будет дано на внедрение? Шесть месяцев?

Лариса СЕЛЮТИНА. Коллеги, как скажете. В принципе этот документ больше нужен рынку. Если надо девять месяцев, значит, будет девять.

Владислав КОЧЕТКОВ. Понятно. Традиционно лучше 12. (Смех в зале). А сейчас мы можем переходить к серии вопросов и ответов. Осталось 10 минут до конца.

В моем представлении, крупные профучастники к введению новых правил методологически, скажем так, более-менее готовы, потому что у всех есть единые счета, и, насколько я представляю, в них заложены более жесткие параметры, чем в новой маржиналке.

Коллеги, предлагаю задавать вопросы.

Сергей ЛУКЪЯНОВ. Давайте я задам вопрос по поводу ETF. Биржа собирается допустить иностранные ценные бумаги, а ETF на российские биржи будем допускать? Есть ли какие-то препятствия для того, чтобы допустить ETF? Мне кажется, это достаточно интересный инструмент.

Анна КУЗНЕЦОВА. Я так понимаю, на иностранные ценные бумаги, да?

Сергей ЛУКЪЯНОВ. Да.

Анна КУЗНЕЦОВА. Не те два провайдера иностранных бумаг, которые уже есть?

Владислав КОЧЕТКОВ. Нет, настоящие ETF.

Анна КУЗНЕЦОВА. Эти тоже очень даже настоящие. Ну, смотрите: есть два

момента в регулировании, которые, вероятно, необходимо пересматривать. Я уже несколько раз задавала этот вопрос Центральному банку, думаю, мой голос был очень тоненьким и единственным.

Момент первый касается того, что по российскому праву в проспекте [эмиссии ценных бумаг фонда] должна быть указана биржа, на которой обращается ETF. Если, к примеру, ETF существует уже 10 лет, то у инвестиционной компании (условного BlackRock) должна быть очень большая мотивация пойти в Центральный банк (или регулятор соответствующей страны) для того, чтобы внести Московскую биржу как место обращения этих ETF. Это, во-первых.

Во-вторых, у условного провайдера ETF также должен быть список авторизованных участников, через которых можно купить либо продать ETF помимо биржи. Этот список тоже должен утвердить сам вендор. Поэтому сегодня без желания международного вендора осуществить такой допуск миссия выглядит невыполнимой. Ну, с маркетмейкером в конце концов можно обратиться без его вовлечения. Поэтому...

Владислав КОЧЕТКОВ. А если разрешить неквалифицированным российским инвесторам операции с ETF в формате ОТС?

Анна КУЗНЕЦОВА. Вот, совершенно правильно. Поэтому есть две развилки. Развилка первая — менять регулирование и говорить, что возможен допуск [бумаг на биржу] без согласия, провайдера, вендора, управляющей компании. Так же, как он разрешен по другим иностранным бумагам. Либо опция вторая — говорить о том, что есть организованный ОТС-рынок. Он, наверное, доступен не всем инвесторам, — уж точно он вряд ли доступен финансово неграмотным и новичкам. Но он доступен погруженным инвесторам, и на этом рынке, вероятно, что-то можно в этой части делать. Мне кажется, в индустрии назрела дискуссия по этому поводу. С соответствующим запросом, возможно, на изменение регулирования.

Владислав КОЧЕТКОВ. Там действительно проблема. Лично знаю нескольких людей, которые вкладывают в эти самые ETF десятки миллиардов рублей. Они бы вкладывались в них в России, но в нынешней ситуации эти деньги уходят во внешние юрисдикции. И, конечно, индустрии не хватает доступных ETF. Тут я поддерживаю Сергея.

Анна КУЗНЕЦОВА. С другой стороны, есть обратная сторона медали. Не так давно Минюст зарегистрировал приказ, который позволяет создать аналог ETF — биржевой паевой инвестиционный фонд по российскому праву. Иными словами, [может быть создана] местная локальная индустрия, так зачем равняться на что-то еще, давайте развивать свой рынок и снижать концентрацию ликвидности...

Владислав КОЧЕТКОВ. Взять нужное у «Вэнгард групп» — значительно быстрее, чем ждать, пока в России сформируются собственные паевые фонды.

Анна КУЗНЕЦОВА. Совершенно верно. Поэтому ETF может быть вполне себе от российского провайдера, он может быть сформирован на иностранные индикаторы, на любой индикатор. Московская биржа работает с двумя управляющими компаниями над появлением этого нового продукта.

Владислав КОЧЕТКОВ. Пусть сначала представители «БКС» и «ФИНАМа» ответят. Представитель «ФИНАМа» сказал, что комплаенс отработал вопрос и запретил операции с этими бумагами.

Более того, много людей в «ФИНАМе» в связи с этой ситуацией получили большой дополнительный объем работы. Содержание кейса — человеческий фактор, то самое отсутствие этики, о котором говорил Валерий. Компания была нормальной, растущей, приносила денежный поток. Но бывают ситуации, когда менеджмент и акционеры решают, что им проще свои обязательства не выполнять, контракты перевести на другие юрлица и нормально себя чувствовать. Брокер, биржа и даже ЦБ эту ситуацию

никак контролировать не могут. Это чистая уголовщина, с которой мы пытаемся сейчас бороться в питерских судах. Но представитель «Открытия» знает, что питерские суды — структура специфическая и не всегда там побеждает правда. (*Аплодисменты*).

Передаю слово представителю «БКС». **Андрей АЛЕТДИНОВ.** Уж если касаться компании «БКС», то у нас никогда не было рекомендаций к покупке такой компании, как «Сибирские отели», мы не оказывали по ней никаких услуг и аналитического покрытия не осуществляли. Мы выявили факты коррупции, когда непосредственно создатели этой компании обращались к нашим конкретным сейлзам и просили их поддержать продажами эту историю. Естественно, все эти сейлзы были уволены. В нашей компании человек, который дает рекомендации клиентам, не имеет права это делать на собственное усмотрение, — только после рекомендации инвестиционного комитета. Мы всегда разговариваем с клиентами, и если им дают такие рекомендации, мы этих людей увольняем. **Анна КУЗНЕЦОВА.** Отвечаю с нашей стороны. Вопрос отличный — и философский, и практический, и теоретический. Давайте начнем с философского. Сегмент «мусорных облигаций» существует везде в мире — а у нас он или не имеет места быть? Вот, к примеру, до 2008 года существовало множество не очень больших компаний, занимающих деньги на рынке облигаций. Уровень дефолтов, который мы тогда видели, доходил, мне кажется, до 10%. Соответственно, все ритейлеры этих бумаг тоже прошли через дефолты, ушли с рынка — и сегодня их на рынке нет.

Соответственно, с 2010 года этот сегмент, по большому счету, был закрыт. Компании третьего эшелона на рынок не выходили вообще. Где-то с конца 2016 года они стали появляться. И находятся инвесторы, которые покупают бумагу с высокой ставкой: там возможна ставка в два раза выше ставки по облигациям

компаний из топ-50 (иногда даже еще выше). С моей точки зрения, такой сегмент имеет место быть. Роль инфраструктуры в этой части — отделить одно от другого. Мы уже дважды обсуждали на комитете вопрос, что делать с такого рода инструментами. Отделять ли их в отдельный сегмент, маркировать, ограничивать какими-то режимами торговли — или же не ограничивать, например, запрещать по таким бумагам РЕПО, даже междилерское. Философский вопрос заключается в том — быть или не быть этому сегменту; И если быть, то где провести талию.

Я вижу, что этот сегмент в любом случае появляется. Если его не будет, грубо говоря, на публичном рынке, значит, он появится на ОТС, в краудфандинге или где-то еще. Спрос на этот инструмент есть как у компаний, так и у инвесторов, которые готовы рисковать. Главное, чтобы инвестор осознавал риск, и чтобы участники процесса это тоже понимали.

В отношении акций процесс чуть сложнее, да и в отношении бондов тоже сложнее. Есть вполне крупные компании, которым вчинены иски, в том числе судебные, в том числе от госорганов, — например, по налогам или по штрафам. Поэтому мне нравится подход, в соответствии с которым бумаги соответствующим образом маркируются. Мы стараемся по этому пути идти. Многие вопросы обсуждали с Банком России. У Московской биржи и на рынке акций, и на рынке облигаций есть специальный сегмент, так называемый сектор повышенного риска — это сегмент D. Там бумаги маркированы и нет режима РЕПО. В эти сегменты попадают акции рискованных компаний, и облигации эмитентов, которые находятся в стадии дефолта.

Сегодня [на биржевую площадку] приходят маленькие эмитенты и пытаются получить рыночную котировку. Очень часто сделка выглядит так: есть инвестор, который готов дать деньги и взамен хочет получить, условно, 20%

компаний. Но инвестору нужно, чтобы компания была ПАО, то есть имела публичный статус, чтобы в случае чего он с этими 20% мог расстаться.

Для того чтобы обрабатывать и всесторонне оценивать такие кейсы, Московская биржа в конце 2016 года создала экспертный совет по листингу. И, начиная с 2017 года, все такие кейсы, в том числе компаний, о которых вы упомянули, проходили экспертный совет по листингу. Части компаний мы в листинге отказывали, несколько компаний этот листинг получили, в том числе две из них мы перевели недавно в сектор повышенного риска. Соответственно, механизмы в этой части создаются, но процесс до конца не оптимален. Не хочется говорить эту фразу громко, но, видимо, придется. Сегодня картина выглядит таким образом, что, видимо, бирже нужно ограничить список брокеров, которые приводят такие компании. И, видимо, нужно думать о составлении списка аудиторов, которые могут аудировать компании, выходящие на публичный рынок. В части двух этих вещей на Московской бирже идет большая дискуссия в рамках экспертного совета по листингу. И она совершенно неоднозначна.

Валерий ЛЯХ. Чтобы завершить серию ответов на один актуальный вопрос. Конечно, можно сказать, что регулятор выступает с позиции «пусть расцветают тысячи цветов, а сорняки мы закатаем в асфальт». Тем не менее, если компании малой капитализации не будут появляться на бирже, то они уйдут в бойлерный цех. Мы видим, что так и происходит. И достаточно высок риск именно для потенциальных частных инвесторов, которым, условно, по телефону предлагают эти бумаги. И для биржи, и для регулятора, и для участников это несет риск того, что эти потенциальные клиенты никогда не станут настоящими клиентами. Они никогда не придут со своими деньгами на фондовый рынок, потому что в подобных бойлерных их, в любом случае, обманут.

В плане интерпретации действий, которые происходят на организованных торгах, есть еще определенные сложности, честно скажу, связанные со спецификой российского законодательства. Все мы знаем, что российское законодательство в отношении мошенничества достаточно сильно отличается от зарубежного. У нас существует перечень конкретных действий, которые относятся к манипулированию рынком. За рубежом это в большей степени открытый перечень действий, которые можно отнести к манипулированию рынком (к формированию цены). Сейчас мы надеемся частично решить эту проблему поправками в закон.

Сергей ЛУКЬЯНОВ. Почему тогда не применяете мотивированное суждение? Казалось бы, есть инструмент — мотивированное суждение. Банк России все время развивает эту тему. Так применяете, есть же инструмент.

Валерий ЛЯХ. Могу завершить сегодняшнюю дискуссию тем, с чего мы сегодня начали. Где оно, это мотивированное суждение? Это раз. Во-вторых, существуют определенные ограничения законодательства. Понятно, почему такие ограничения были введены изначально. Но в какой-то момент от стадии очень ограниченного инструментария приходится переходить к стадии достаточно широких полномочий в отношении и механизмов определения цены, и рыночных ситуаций.

Владислав КОЧЕТКОВ. Валерий, большое спасибо, что поставили точку в нашей сессии. Наше время закончилось. Большое спасибо за внимание, за интересные вопросы, будем рады продолжить общение в кулуарах. □

Формирование повестки

В рамках ежегодной конференции НАУФОР «Российский фондовый рынок. 2018» состоялась сессия «Актуальные вопросы индустрии управляющих компаний»

В обсуждении на сессии приняли участие: Илья Смирнов, заместитель директора департамента коллективных инвестиций и доверительного управления Банка России; Алексей Антонюк, генеральный директор ЗАО «Газпромбанк — Управление активами»; Екатерина Ганцева, вице-президент НАУФОР; Сергей Дюдин, генеральный директор, руководитель департамента портфельных инвестиций УК «ВТБ Капитал Управление Активами»; Андрей Жуйков, председатель совета директоров АО «РЕГИОН Эссет Менеджмент»; Ирина Кривошеева, председатель Правления, генеральный директор УК «Альфа-Капитал»; Вадим Мухачев, генеральный директор АО «Ай Кью Джи Управление Активами»; Владимир Соловьев, генеральный директор УК «Райффайзен Капитал».

Модератор — Владимир Кириллов, генеральный директор компании «ТКБ Инвестмент Партнерс».

Владимир КИРИЛЛОВ. Добрый день, уважаемые дамы и господа. Рад приветствовать вас на сессии «Актуальные вопросы индустрии управляющих компаний». Все в сборе, мы можем начинать.

У нас сегодня очень интересный состав участников, потому что они представляют собой как универсальные управляющие компании, так и УК, которые фокусируются на отдельных видах деятельности. И, соответственно, есть возможность поговорить о перспективах развития рынка коллективных инвестиций на ближайшие годы: как повлияют на рынок и на бизнес управляющих компаний те регуляторные новации, о которых мы услышали сегодня; что происходит в целом; какие возможности дают удаленная идентификация, диджитализация... То есть все те вопросы, которые сегодня на слуху, которые обсуждались в ходе пленарной сессии. Мы сегодня имеем возможность рассмотреть эти вопросы более глубоко — именно



с точки зрения бизнеса управляющих компаний.

Ровно год назад, выступая на конференции НАУФОР, я сказал, что отрасль коллективных инвестиций находится в кризисе. После этого возникла большая дискуссия: находится — или не находится. И сегодня, с одной стороны, можно увидеть, что этот год оказался достаточно динамичным для управляющих компаний и для рынка в целом. Вместе с тем, факторы, которые меня лично беспокоили год назад, продолжают действовать и некоторые даже усиливаются. Назову эти факторы: во-первых, сокращение количества институциональных инвесторов на рынке,

то есть укрупнение пенсионных фондов, укрупнение страховых компаний. Далее, во-вторых, сокращение маржинальности бизнеса. Думаю, многие из сидящих здесь читали комментарии к рейтингу агентства «Эксперт РА» по итогам 2017 года. Эта статья вышла под громким заголовком, что у топ-20 управляющих компаний выручка сократилась на 25%. Это случилось в силу того, что сокращаются ставки, сокращаются доходности — и сокращаются поэтому комиссии, которые платят управляющим компаниям институциональные инвесторы. Хотя ситуация выглядит достаточно благополучно...

И последнее из происходящего, вот мы сегодня порассуждаем на тему, может ли это привести индустрию в состояние кризиса — имею в виду инициированные изменения в 75-ФЗ. Сегодня председатель Банка России поставила точку в этом вопросе, сказав, что изменениям быть, но вопрос [о последствиях] обсуждается. Я рад, что мы со стороны НАУФОР активно участвовали в дискуссиях, прося об отсрочке. Такая отсрочка будет предоставлена, потому что в предыдущие годы мы активно инвестировали в развитие этого бизнеса. Управляющие компании не могут перестроить свои внутренние бизнес-процессы так быстро, как хотелось бы.



Но, тем не менее, мы с вами реалисты. За пенсионными резервами последуют пенсионные накопления — и это будет достаточно сильный удар по рынку с точки зрения того, как он будет выглядеть году в... не знаю, какой назвать срок. Может быть, Илья Владимирович прокомментирует сегодня, какой срок обсуждается в качестве переходного периода. Но через 3–5 лет, возможно, рынок изменится до неузнаваемости. Успеют ли к этому моменту управляющие компании изменить свой бизнес, насколько это [изменения, инициированные ФЗ-75] будет сильным ударом для них с точки зрения бизнес-стратегии? Вот то, что я бы хотел сегодня услышать.

Конечно, нас радует, как активно развиваются розничные направления и доверительное управление. На нашей панели представлен ряд очень крупных игроков в этой области.

Но также, наверное, нас может беспокоить ситуация, в которой, как сегодня сказала председатель Банка России, 96% ИИСов и 85% денег частных инвесторов сосредоточено в трех компаниях. Она не уточнила, в каких именно компаниях — управляющих или брокерских, но такая фраза была. Соответственно, если посмотреть на ранкинги по ПИФам, то очевидно, что практически половину или больше половины этого рынка на сегодняшний день занимают пять крупнейшиуправляющих компаний х. Хорошо это или плохо для рынка, мы тоже сегодня можем поговорить.

Итак, я хотел бы в начале дискуссии предоставить возможность высказаться представителям тех компаний, для которых изменения в 75-ФЗ несут непосредственную, скажем так, угрозу текущей структуре их бизнеса. Попрошу Андрея Жуйкова начать, и коллег, которых также это беспокоит, потом дополнить.

Андрей ЖУЙКОВ. Сразу прямо: угрозы меня не пугают. Если говорить про то, что фонды получают возможность самостоятельного размещения, то, в принципе, это процесс ожидаемый. Пенсионные

фонды растут, консолидируются, это уже большие институты, которые действительно могут позволить себе самостоятельную инвестиционную экспертизу. С другой стороны, будет ли это происходить быстро? Не думаю, что быстро, даже с учетом принятия документа по самостоятельному размещению пенсионных резервов. Отечественные фонды, в принципе, и так сейчас имеют возможность пенсионные резервы размещать самостоятельно. То есть, если изменения и коснутся рынка корпоративных облигаций, то это скорее будут облигации до погашения, покупаемые в портфели. А все остальное с высокой долей вероятности останется, даже, скорее всего, останется.

Управляющие компании на рынке тоже останутся. Другой вопрос, какие это будут управляющие компании? Будет ли на каждый большой пенсионный фонд по одной управляющей компании (которая входит по факту в ту же финансовую группу) — или это будут рыночные компании? Вот основной вопрос.

В случае с пенсионными накоплениями изменения в 75-ФЗ предусматривают, что фонд сначала получает вознаграждение, а уже потом тратит деньги на управляющую компанию, на спецдеп. Более того, текущий Налоговый кодекс подразумевает, что траты идут с чистой прибыли. В этом случае большим фондам, возможно, проще создавать свою компетенцию по управлению активами. Но на самом деле, попытки создания своих компетенций, рано или поздно, все-таки приводили к тому, что фонды, которые ориентируются на рыночное инвестирование, начинали искать управляющие компании, которые специализируются на определенных продуктах.

Что касается инвестиций на создание полноценной системы... В последние годы пенсионные управляющие действительно очень много вкладывали в технологии: в переход на единый план счетов, на МСФО и так далее. Например, в нашей компании сегодня все сделки проходят предварительный

контроль. Система полностью проверяет все пенсионные декларации по клиенту, внутренние лимиты, а также экономическую эффективность. То есть управляющий не может купить бумагу, если в стакане в этот момент можно увидеть более эффективную бумагу, при этом сходную по дюрации и по риск-качеству. Чтобы повторить эту систему, потребуется, наверное, года два с половиной плюс немалые инвестиции. Поэтому действительно важно, чтобы был какой-то переходный период.

Но угроз [связанных с изменениями в 75-ФЗ] я не вижу. Основная угроза — это то, что отечественный рынок пенсионных фондов в ближайшее время будет состоять из 10 пенсионных фондов, которые будут иметь 95% рынка и как минимум 8 из которых будут государственными. Просто все чаще в условиях конкурсов, которые вроде бы являются конкурсами по отбору пенсионных управляющих компаний, видим такие критерии, как наличие государственных компаний в структуре собственности управляющей компании. Вот это серьезно.

Владимир КИРИЛЛОВ. Андрей, означает ли это, что вы будете менять структуру своего бизнеса, вкладывать в развитие новых направлений?

Андрей ЖУЙКОВ. Да, однозначно. Мы начали это делать в позапрошлом году. Это крайне тяжело (практически невозможно) сделать в рамках текущего бизнеса. Когда открыто 70 пенсионных счетов, которые требуют ежедневного расчета СЧА, причем у каждого своя методика расчета справедливой стоимости, и еще вчера она была одна, а сегодня уже другая, то текущая инфраструктура еле тащит нормативные и регуляторные изменения. Требуются все новые и новые программисты, и процесс не имеет остановки. Ком незавершенных IT-задач только растет.

Поэтому мы в своей структуре выделяем отдельные бизнес-направления, ориентированные на перспективы. Появилось колоссальное количество

предпосылок, позволяющих произвести перераспределение того пирога, который аккумулировался на депозитах — это 26 трлн рублей — на фондовый рынок. В ближайшие 2–3 года, я думаю, процентов 20–30 этого пирога однозначно уйдет на фондовый рынок. Главное, чтобы они не ушли в ИСЖ, как происходит сегодня. Это отдельный вопрос. Как предоставить людям возможность покупать тот продукт, который им действительно нужен, чтобы и вознаграждение при его покупке являлось при этом справедливым для продавца.

Когда я впервые услышал презентацию Сергея Анатольевича Швецова на Финтеховском форуме осенью в Сочи прошлого года, то не поверил, что маркетплейс может реализовываться так быстро. Но на прошлой неделе уже были протестированы несколько прототипов маркетплейса, и в начале следующего год продукт, скорее всего, взлетит. Тогда мы получим прозрачный инструмент, в котором люди увидят и другие финансовые инструменты, кроме депозитов — облигации, например. Это могут быть биржевые ПИФы облигаций, могут быть структурированные продукты. Еще есть идея прицепить к маркетплейсу ботов, искусственный интеллект, который будет подсказывать человеку инвестиционные решения, исходя из его риск-профиля.

В этом случае мы создадим клиенту некую экосферу, защитим его. Наши дети быстрее всего это поймут — поколение, которое будет управлять всеми своими финансами в разных банках, разными инвестиционными продуктами из одной точки. Вот будущее, которое я бы хотел видеть. И в конечном счете, увидеть удовлетворенного клиента, который не будет обманут. Сейчас есть шанс, что на рынок может прийти несколько миллионов новых физических лиц, а не ежегодно приходящие на фондовую биржу и уходящие с нее без денег 200 тысяч клиентов-физлиц. Я надеюсь, это наш шанс. Мы должны не повторить историю с одноразовыми клиентами.





Владимир КИРИЛЛОВ. Спасибо большое. Мы обязательно еще поговорим сегодня более подробно про диджитализацию. Сейчас хочу попросить рассказать про видение того, как изменится структура бизнеса в случае отсутствия возможности управлять пенсионными деньгами — приглашаю Алексея Антоноку («Газпромбанк Управление активами») и Сергея Дюдина («ВТБ Капитал Управление активами»).
Алексей АНТОНЮК. Добрый день. Ну, мы находимся в относительно хорошем положении, потому что как управляющая компания достаточно диверсифицированы с точки зрения бизнеса. Несмотря на то, что с точки зрения структуры активов под управлением у нас абсолютное большинство составляют закрытые паевые инвестиционные фонды, с точки зрения выручки все направления бизнеса находятся плюс-минус в сопоставимых пропорциях.

Теперь что касается управления пенсионными средствами. Сегодня Эльвира Сахипзадовна на этой трибуне сказала, что, скорее всего, черед пенсионных накоплений придет [после того, как пенсионные фонды получают возможность самостоятельно инвестировать пенсионные средства]. Наверное, надо уже смириться и думать, как выживать. Но мне немножко внутренне непонятна следующая ситуация.

Понятно, зачем это делается. Регулятор говорит о том, что средства должны инвестироваться правильно, инвестиционный процесс должен быть отлажен, а риск-менеджмент должен быть хороший. Но, ведь есть такое явление, как риск-управляющий. Он тоже должен быть определенным образом диверсифицирован. А здесь как бы не получалось так, что регулятор, по сути, будет стимулировать (прямо или косвенно) к тому, что всем пенсионным фондом будет управлять одна инвестиционная команда. Кто на рынке давно, тот знает, что любые профи рано или поздно ошибаются, и ошибки эти существенны. Мы не говорим о том,

что результаты управления будут отрицательными. Мы говорим, что результаты управления могут быть, скажем так, существенно ниже медианы рынка. Поэтому, с моей точки зрения, регулятор помимо того, что дает возможность пенсионным фондам самостоятельно осуществлять инвестирование пенсионных средств, наверное, должен все-таки предусмотреть механизмы стимулирования для пенсионных фондов заниматься диверсификацией рисков инвестиционной команды. То есть тех, кто принимает инвестиционное решение.

Потому что любой разумный фанд-менеджер, который управляет крупным негосударственным пенсионным фондом, будет заинтересован в наличии более-менее стабильного результата его инвестиций. Соответственно диверсификация рисков управляющих, то есть размещение портфелей под управление нескольких инвестиционных команд, безусловно, положительно сказывается на достижении этого результата. Это, наверное, первая часть.

Что касается в целом структуры бизнеса и будем ли мы ее пересматривать. Даже если пенсионные фонды будут сами управлять пенсионными деньгами, то мы будем участвовать во всех конкурсах, потому что у нас для этого есть все возможности — и в части инвестиционной экспертизы, и другие.

Последние полтора года направление управления средствами пенрезервов, с точки зрения поддержки, было самым трудным для управляющей компании. Внедрение таких вещей, как единый план счетов, новой отчетности, риск-менеджмента и так далее, конечно, потребовало достаточно больших ресурсов — как финансовых, так и организационных. Но, тем не менее, теперь деньги уже потрачены, и надо будет стремиться к тому, чтобы пенсионные фонды были сами заинтересованы отдавать какую-то часть своих средств под управление рыночных управляющих компаний. Думаю, что никакого

Армагеддона не случится: какой-то разумный баланс интересов на рынке сложится. Но все-таки, еще раз, очень бы хотелось, чтобы регулятор все-таки задумался о диверсификации рисков управляющего.

Владимир КИРИЛЛОВ. Спасибо, Алексей. Сергей, пожалуйста.

Сергей ДЮДИН. Когда еще в Казахстане существовала пенсионная система, когда ее еще не слили в единый государственный фонд, там было 5–7 независимых структур типа российских НПФов. И работал принципу, что худший выбывает. Это привело к тому, что результаты этих НПФов были практически идентичны. Никто не рисковал, никто не отклонялся и, более того, возможно, они между собой даже договаривались. Поэтому отклонение в доходности было практически несущественным: какие-то сотые доли процента.

Что касается ситуации с НПФами — тут, наверное, реализуется следующий сценарий. НПФам будет нужен независимый бенчмарк, сторонняя экспертиза. То есть, я верю, что будет диверсификация по управляющим, но она будет более формальной. Мы уже убедились, что в этот сложный период (который сами представители ЦБ назвали «регуляторным цунами») именно управляющие компании выступали для НПФов проводниками сложных решений. Я думаю, что такая ситуация продолжится, но НПФы, имея бенчмарки и ролевую модель на стороне управляющих, основные средства довольно быстро заберут внутри компании. И негативные последствия для управляющих компаний, наступят быстрее, чем ожидают коллеги и, может быть, даже сам регулятор.

Владимир КИРИЛЛОВ. Но считаете ли вы тогда, Сергей, что будущее за универсальными управляющими компаниями, — либо на рынке могут также существовать небольшие компании, не являющиеся универсальными, делающие, в том числе, решения для пенсионных фондов?

Сергей ДЮДИН. Как всегда. На рынке выживают: 1) нишевые структуры и 2) глобальные монстры, которые универсальны и занимаются всем.

Владимир КИРИЛЛОВ. У нас сегодня довольно миролюбивые настроения относительно грядущих изменений, нету какого-то перца. Но я вижу Вадима Соскова.

Вадим СОСКОВ. Завтра утром.

Владимир КИРИЛЛОВ. Да, Вадим зайдет завтра. Но я хочу, чтобы участники нашей дискуссии тоже подготовились к завтрашней дискуссии.

Мы в России, к сожалению, не смотрим на ситуацию с аффилированностью управляющих компаний и пенсионных фондов. Мы как бы законсервировали эту ситуацию, вместо развития активной конкуренции. Что и привело к следующему шагу — а давайте тогда уже отдадим всю возможность управления в пенсионные фонды, зачем нужен финансовый посредник в виде управляющей компании. Это, на мой взгляд, для российского рынка плохо, потому что теряется возможность диверсификации. Мы должны понимать, что даже если негосударственные пенсионные фонды не уйдут с рынка вообще, вместе с накопленными в них деньгами, то с рынка управляющих компаний накопленные ими 2 трлн рублей уйдут. На рынке управления сегодня присутствуют ПИФы и ДУ для розничного широкого инвестора, но аккумулированные в них средства пока не смогут заместить объем средств, который имеется в пенсионной системе. Армагеддона не будет, но, на мой взгляд, качество управления может снизиться, потому что лучшие управляющие могут пересечь в пенсионные фонды.

Мы, по сути, переходим к голландской системе управления активами, где пенсионные фонды управляют всеми ключевыми активами и отдают управляющим компаниям так называемый портфолио — узко специализированный. Но отечественное законодательство пока не очень готово дать пенсионным



фондам возможности для достаточно широкого инвестирования. Да, будут проходить стресс-тесты, будет расширяться инвестдекларация, но это процесс достаточно долгий. Значит, управляющие компании в плане средств пенсионных накоплений/резервов станут, видимо, бенчмарком и будут подстегивать собственных управляющих пенсионных фондов. Когда собственный фонд будет управлять 100-200-300 миллиардами, ну а 1-10 млрд можно дать какой-нибудь УК. И будем своих наказывать, если они плохо управляют. Это, скорее всего, та часть, к которой мы движемся.

Чтобы нам эту тему закрыть, перейти к следующей. Зная Илью Владимировича как активного апологета идеи дать пенсионным фондам возможность управлять самостоятельно, хочу попросить его сказать пару слов. Беспокоит ли регулятора потенциальное существенное изменение рынка управления активами, перемещение центров компетенций в другие структуры? После этого выступления перейдем к следующему вопросу. **Илья СМЕРНОВ.** Спасибо. Регулятора беспокоит также и другая сторона проблемы, отсутствие конкуренции на рынке, когда компания знает, что хочешь - не хочешь, к ней деньги придут. Может быть, не к ней персонально, но на рынок деньги придут. Соответственно, что нас смущает? Нас смущает, скажем так, уменьшающееся предложение новых продуктов, новых идей, новых инвестиционных стратегий. Может быть, просто регулятору так видится, потому что мы не видим конкретный набор продуктов, но их становится как-то все меньше, они все более сужаются и ограничиваются.

Откуда взялась идея разрешить пенсионным фондам самостоятельно инвестировать средства, по крайней мере, на уровне пенсионных резервов? Как справедливо было замечено, НПФы и так уже могут инвестировать значительный объем средств сами. Дополнительное разрешение инвестировать — это возможность, это не

обязанность. Соответственно, как вы же справедливо замечали, у управляющих компаний есть огромные компетенции. Они внедрили МСФО, они внедрили новый план счетов, у них есть экспертиза не только по стратегии инвестирования (которая, мы надеемся, у НПФов тоже в определенной степени присутствует), но и по тактике: почему выбрать именно такой актив, как это задокументировать, как донести до совета директоров, как продать на этапе мониторинга портфеля, как потом объяснить регулятору, что сделка была заключена и реализована в интересах клиента? Это огромный пласт компетенций, которых у НПФов нет.

У НПФов, как вы справедливо заметили, сейчас нет компетенций, нет людей. Эта проблема мне кажется одной из наиболее существенных, потому что у нас денег больше, чем людей, способных качественно и хорошо ими управлять.

Соответственно, возвращаясь к УК, наличие таких компетенций позволяет им продавать себя не как универсального управляющего, который может сделать все, что угодно, — а продавать наличие определенных компетенций. Мы подталкиваем весь рынок к тому, чтобы решения были осознанными. Чтобы и управляющая компания, и НПФ делали выбор осознанно. У регулятора возникает большой стимул, чтобы и управляющая компания, и НПФ более активно и более ответственно подходили к вопросу качества управления.

Владимир КИРИЛЛОВ. Илья Владимирович, а есть ли понимание длительности переходного периода? Чем он может исчисляться?

Илья СМЕРНОВ. Не думаю, что переход будет исчисляться десятилетиями, так не будет. Я думаю, что переходный период будет не меньше года. Но и не больше пятилетнего периода, как мне кажется.

С другой стороны, мы видим, что управляющие компании действительно вложили в этот бизнес очень много, и резко переключиться им сложно. Нужно сделать какой-то задел, в частности, для

того, чтобы НПФы смогли вырастить компетенцию сами у себя. В качестве одного из вариантов (это не обсуждалось в ЦБ, это просто мысли вслух), возможно, мы будем просто поэтапно просто расширять перечень разрешенных активов, которыми можно управлять самостоятельно. Это возможный, но не обязательный вариант развития событий. **Владимир КИРИЛЛОВ.** Спасибо большое. Предлагаю перейти к следующей теме. У нас здесь присутствуют два самых ярких представителя розничного направления рынка коллективных инвестиций: «Альфа-Капитал» и «Райффайзен Капитал». Хочу попросить Ирину и Владимира рассказать: каковы же секреты успеха? Почему у вас все так хорошо получается? В частности, «Альфа Капитал» заметна на рынке в части не только активных продаж, но и активной рекламы.

Ирина, расскажите нам про розничное направление. Что нас ждет в будущем?

Ирина КРИВОШЕЕВА. Спасибо, Володя. Мы действительно стратегически приняли для компании направление развития, связанное с управлением активами физических лиц. Это было около 7-8 лет назад. И дальше уже поэтапно работали каждый день, шли по заданному пути.

2017 год сформировал уникально успешные условия для развития рынка и коллективных инвестиций, и индивидуального доверительного управления. Действительно впервые за всю историю существования, если в целом рынок управления активами вырос порядка 20% по активам, то, например, коллективные инвестиции — на 67%. То есть по направлению, связанному с розницей, активами физических лиц опережающая динамика была в три раза. Сложились уникальные условия — снижение ставок по депозитам, низкий уровень инфляции. Плюс дополнительные факторы, которые мы тоже обсуждали — переток части средств из инвестиционной недвижимости, частично возврат средств

из оффшоров. То есть, долгие годы 45% клиентов, имеющих сбережения, отвечая на вопрос «Куда вы хотите вложить?», говорили, прежде всего, что в недвижимость, и подразумевали не только жилье, но и инвестиционную недвижимость. Сейчас эта тенденция меняется.

Андрей уже упомянул те 26 трлн рублей, которые до сих пор прозябают на депозитах. И мы тоже считаем, что из этих 10 млн человек уже хотя бы 20% должны более активно посмотреть на альтернативы. Именно в стремлении донести, что альтернативы есть, мы действительно решились на более активное продвижение услуг управления активами, где-то даже на идею противопоставления. Что есть не только вклады, но и другие услуги управляющих компаний, которые в принципе показывают более уверенные результаты по доходности именно в контексте облигационных стратегий. Хотелось бы подчеркнуть, что клиенты меняются, они становятся умеренно консервативными, и даже в контексте паевых инвестиционных фондов, вообще розничного доверительного управления они, прежде всего, идут именно в облигационные стратегии.

Мы попытались посмотреть на наших клиентов с помощью анализа больших данных. Во-первых, они молодеют. Еще три года назад средний возраст по компании был 52 года, сейчас это 40 лет. Еще несколько лет назад у нас вообще не было женщин среди инвесторов, а сейчас их вполне себе 37%. Но наши клиенты в пять раз чаще, чем средний россиянин, читают про инвестиции, они любят обучение, они любят, кстати, классическую музыку. Люди-новаторы, которые готовы к новому.

Но все это имеет смысл именно в контексте появления онлайн-каналов продаж инвестиционных услуг. Раньше что мы могли бы сделать? Дать рекламу в интернете и дальше ждать, что клиенты придут в отделение банка, пусть даже нашего основного банка-партнера, где, в общем, простоят очередь, и не факт, что кто-то

достоит. А даже если достоин, то от 20 до 40 минут простоит на стойке любого банка. Поэтому смысла давать рекламу в этих условиях, с нашей точки зрения, не было. А вот когда появились онлайн-каналы продаж, когда появилась упрощенная идентификация, когда появилась возможность уже даже не прикреплять копию паспорта. Поскольку если ты проходишь через логин-пароль с сайта Госуслуг или с системы межведомственной идентификации, то достаточно иметь при себе телефон и хотя бы знать паспортные данные. И все это занимает пять минут.

Вот именно сейчас это становится действительно разумным элементом продвижения услуг управляющих компаний, в том числе паевых инвестиционных фондов. Поэтому мир меняется к лучшему, наши продукты становятся востребованными экономически, их можно удобнее и быстрее купить. Так что мы с позитивом смотрим в будущее. **Владимир КИРИЛЛОВ.** Ирина, если говорить опять-таки про рекламу, то понятно, когда вы можете эффективно приземлять интернет-трафик на свою страницу и коммутировать это в покупку. А когда вы даете рекламу на телевидение, в газетах, как это помогает вам?

Ирина КРИВОШЕЕВА. Два фактора. Первое, нам кажется, что крупные участники рынка, лидеры индустрии должны быть еще своего рода движущей силой рынка. Если говорить о себе, то мы должны тратить ресурсы (и денежные, и интеллектуальные) на то, чтобы рассказывать об этой услуге. Потому что ведь очень тяжело замерить результат. Но, тем не менее, где-то эта игра идет чуть более вдолгую. Мы считаем правильным, чтобы лидеры в нее играли. Никто, я уверена, не ответит, каждый ли доллар, потраченный на телевизионную рекламу, действительно даст отдачу в ближайшие полгода. Но это осознанное решение, что лидеры должны развивать рынок.

Владимир КИРИЛЛОВ. Я думаю, что управляющие компании могут только поблагодарить «Альфа Капитал», потому



что, хоть они и рекламируют себя, но на самом деле, конечно, одновременно рекламируют и саму индустрию, сам рынок ПИФов. Но первопроходцам всегда сложно, они набивают шишки, но, я надеюсь, что и плоды тоже смогут собрать хорошие. Спасибо.

Владимир, я хотел бы спросить. Вот Ира упомянула, что секретами успеха привлечения в ПИФы, если я правильно понял, являются ставки на рынке облигаций (которые выше депозитов), а также бренд. Если посмотреть на эффективность привлечения, то привлекают в основном компании, имеющие бренд — и мотивация банка-партнера именно в том, чтобы этот бренд продавать. Если у банков-партнеров такой мотивации нет, либо банки носят другое название, то эффективность очень низкая. Каково твоё видение. Что приводит к такому успеху? И, может быть, ты дашь советы присутствующим в зале управляющим компаниям, что им делать без известного бренда?

Владимир СОЛОВЬЕВ. Добрый день. На данном этапе развития финансового рынка в России привлекать без бренда очень тяжело. Если мы посмотрим на американский рынок, то там достаточно много бутиковых, нишевых компаний, которые имеют достаточно крепкие позиции и могут привлекать деньги от разных категорий инвесторов. У нас пока что это не так. То есть, у нас это так, но пока что в гораздо меньшем масштабе. Для именно рынка коллективных инвестиций, мне кажется, иметь сильный бренд — необходимо. Что, в принципе, не исключает привлечения каких-то средств в доверительное управление. Это можно делать с менее узнаваемым брендом.

Год, в принципе, был успешным для всех крупнейших управляющих компаний. На мой взгляд, важным фактором успеха было то, что именно сети крупнейших банков, как главные провайдеры продуктов коллективных инвестиций, стали этому уделять внимание, именно потому, что у банков за последние не-

сколько лет снизилась потребность в депозитах. И, таким образом, основной канал продаж немножко развернулся в сторону управляющих компаний, и нам стало проще работать.

Еще одна достаточно отрадная тенденция. В связи с тем, что 90% инвестиций шло в облигационные стратегии, мы видим совершенно четкий тренд на увеличение срока жизни клиентов. Традиционно срок жизни нашего клиента был примерно год плюс-минус. Сейчас у многих клиентов средний срок жизни уже приближается к двум годам, и в принципе при такой структуре продаж есть все шансы, что он будет расти. И это очень хорошо, потому что это повышает стабильность системы.

Еще бы я хотел отметить, что те пресловутые 256 трлн рублей на депозитах состоят не только из рублей, но их значительная часть лежит в долларах и евро. И вот тут мы видим, что непосредственно в ПИФы привлечение валюты идет пока что слабо, потому что люди предпочитают не конвертировать валюту, а вкладывать непосредственно в валютные инструменты. И они в основном выбирают стратегии доверительного управления. А стратегии доверительного управления, по определению, рассчитаны на большие суммы. Возможно, в какой-то перспективе мы сможем непосредственно привлекать валюту в ПИФы, и тогда это может дать новый импульс привлечению клиентов. Ну, пожалуй, у меня все.

Владимир КИРИЛЛОВ. Володя, вы активно работали со своим банком-партнером, который активно помогает продавать. Что делать тем управляющим компаниям, у кого нет такого банка-партнера, либо нет такого известного бренда, как у вас?

Владимир СОЛОВЬЕВ. Ну, я, как мне кажется, частично ответил на этот вопрос. То есть, не имея сильного бренда, пытаться обслуживать массовое коллективное привлечение, мне кажется, достаточно утопично. Делать это можно

через какие-то бутиковые истории, через специальные стратегии, через определенный пул клиентов.

Владимир КИРИЛЛОВ. Отлично. Переходим к важному вопросу: это маркетплейс. Я попрошу всех участников дать свое видение. Ну, вот от Андрея мы его уже получили. К чему приведет появление маркетплейса: это поможет, это помешает, это создаст неоправданную конкуренцию на рынке либо представит возможности? Владимир?

Владимир СОЛОВЬЕВ. Мне кажется, это, безусловно, не помешает, а, наоборот, поможет. Но, мне кажется, что мы немножко переоцениваем скорость, с которой люди будут приходить в маркетплейс и что-то там покупать. Полагаю, что первое время они будут использовать маркетплейс как некую информационную платформу. Хотя, не исключая, что, не знаю через сколько лет, фокус продаж всех этих продуктов вообще будет очень сильно смещаться в сторону маркетплейсов. И это, в принципе, вызовет необходимость для крупнейших управляющих компаний меняться, чтобы этому соответствовать. Вот так вот.

Владимир КИРИЛЛОВ. Спасибо. Ира. Пожалуйста.

Ирина КРИВОШЕЕВА. Мне нравятся красивые слова, «маркетплейс» — еще одно. При этом я не знаю примеров удачных, успешных в международной практике маркетплейсов именно для управления активами или паевых инвестиционных фондов. Понятный шаг — сравнить стандартные продукты, предложить клиентам выбор из этих стандартных продуктов. А как сравнить управляющие компании, какие алгоритмы, какие роботы, в каком веке это все произойдет?

Есть проект НРД — централизованная продажа паев. Могу ошибаться, но они года четыре делают этот маркетплейс, и пока, по-моему, не совсем доделали. Может быть, дети наши доживут до появления маркетплейса Центрального банка или Сбербанка с от-

крытой архитектурой, с каким-то роботом, который что-то анализирует.

И, опять-таки, а нужно ли это клиенту? Вот мы спросили сейчас у наших клиентов в рамках опроса: чего они хотят? Первым пунктом сейчас идут сервисы: хочу получать понятную отчетность, чтобы было надежно, прозрачно, чтобы была хорошая аналитика, чтобы вы объясняли все, что делаете как управляющий. Это первый пункт. Второй пункт — финансовое планирование или персональные цели. Хочу, чтобы вы проанализировали мои цели и сделали более индивидуальное, более персонализированное предложение. Это номер два. Результаты управления — чистые цифры — стоят лишь на третьем месте. А дальше еще один пункт — правильно формировать ожидания. Что имеется в виду? Клиенты говорят: «Расскажите нам, что мы действительно должны знать, проинформируйте о рисках, о вариантах, о сценариях развития». Как эти потребности заложить и удовлетворить в рамках концепции маркетплейса, — мне пока, исходя из моего уровня знаний, ясно не видится. Это тема, скорее, для средних, мелких банков. На втором этапе, может быть, стандартные брокерские услуги в контексте покупки отдельных бумаг. Ну, а мы можем подождать. **Алексей АНТОНЮК.** Можно, я немножко добавлю по этой теме? Вот здесь сидят представители трех из четырех крупнейших розничных управляющих компаний. Я думаю, меня коллеги поддержат, что сейчас примерно на 90% с плюсом драйвером продаж являются сети банков, при которых существуют управляющие компании. Я имею в виду банков-партнеров. Думаю, что для маркетплейса в том понимании, в котором это обсуждается, индустрия еще не готова. Не готова по следующим причинам. Во-первых, не готов инвестор. Зачастую люди, которые приобретают пай в сетях банков, делают это либо по совету инвестиционного консультанта, либо если пытаются узнать, какие есть

альтернативы депозитам. Это люди, которые знакомятся с индустрией паевых инвестиционных фондов скорее в силу обстоятельств, нежели чем в силу интереса.

Вторая вещь: действительно, я не представляю себе, как среднестатистический вкладчик (банка или паевых инвестиционных фондов) будет выбирать, что лучше — паевые фонды Сбербанка, ВТБ, «Райффайзен» и так далее. По трек-рекорду? Плюс-минус на исторической перспективе результаты у всех очень близки. Потому, что бренд по цвету нравится? Я думаю, что на маркетплейсе могут находиться какие-то брокерские услуги, какие-то пассивно управляемые фонды и что-то в таком ключе.

Еще важный момент, который бы тоже хотелось учесть. Дело в том, что в широком понимании розничного рынка (по крайней мере, в паевых инвестиционных фондах) не существует. Нет принципа сообщающихся сосудов. По сути, рынок каждой управляющей компании — рынок клиентов банка-партнера. Люди не делают выбор — купить ли им пай одной управляющей компании или другой. Большинство людей покупают то, что стоит на полке того конкретного банка, клиентами которого они являются. У нас очень большое количество розничных клиентов в паевых фондах, и мы понимаем, что у нас свой клиент, у Сбербанка — свой клиент, у «Альфы» — свой клиент. И, скорее всего, наш клиент не пойдет в другие управляющие компании, а их клиент не пойдет в нашу управляющую компанию. Рынка в широком смысле этого слова, на мой взгляд, не существует. Поэтому, честно говоря, не вижу соответствия между проектом маркетплейса, который хотят сделать, и реальностью.

И конечно же, финансовая грамотность населения еще пока реально далека от того, чтобы люди всерьез в массовом порядке пользовались такими вещами, как маркетплейс. Даже если маркетплейс появится в течение не-



скольких лет, то проникновение будет очень низким. Сервисом будут пользоваться особо продвинутые пользователи, в основном в крупных городах, но это будет далеко не типичный клиент, который размещает свои депозиты на банковском вкладе и который осознанно захочет выйти из депозита и пойти в паевой фонд, просто потому, что появился маркетплейс.

Владимир КИРИЛЛОВ. Спасибо, Алексей. Наша дискуссия приобрела неожиданный характер. Я искренне считал, что все участники рынка активно поддерживают маркетплейс, но мы услышали здесь и другие мнения. Очень интересно.

Сергей, слово вам.

Сергей ДЮДИН. Не соглашусь с коллегой. Мне кажется, что развитие будет быстрым, что это будет инновационное разрушение. Комиссии будут падать, соответственно скорость обращения будет увеличиваться, удобство приобретения и сервисы — унифицироваться. И мы, мне кажется, придем к этому очень быстро. Хорошие примеры таких локальных маркетплейсов — это «Тинькофф», который увеличивает продажи комиссионных продуктов значительно. Наша компания тоже делает ставку на диджитал-каналы, мы верим в этот продукт.

Единственное, что будет останавливать развитие — это переток по каким-то продуктам между активно управляемыми фондами и пассивными. На фоне сжимающегося рынка активно управляемые продукты будут расти. Если будет спокойная рыночная ситуация, то, мне кажется, что мы в ближайшем будущем окажемся в этом маркетплейсе практически по самые уши.

Алексей АНТОНЮК. Извините, можно маленькую ремарку? Опыт всех предыдущих кризисов (2008-й год, 2014-й год) показывает, что, когда из телевизора идут плохие новостные заголовки, то розничный инвестор в панике бежит из любого продукта, в котором есть рыночный риск. И пыгается свои активы, которые имеют рыночный риск,

куда-то перепарковать. Чего, кстати, с депозитами не происходит просто потому, что там нет рыночного риска. Поэтому, мне кажется, что наличие большого маркетплейса, и особенно большой зависимости тех или иных управляющих компаний от привлечения с этого маркетплейса, ставит им дополнительный риск необдуманных эмоциональных действий их клиентов.

Владимир КИРИЛЛОВ. Спасибо, коллеги. Илья Владимирович, пожалуйста.

Илья СМИРНОВ. Спасибо. Коллеги, меня, если честно, немножко удивила ваша реакция. Представители двух крупнейших розничных управляющих компаний в один голос сказали, что две ключевые истории — это онлайн-дистрибуция и онлайн-реклама. Каждый по отдельности выстраивает свой канал онлайн-общения с клиентом, каждый по отдельности устраивает свой канал идентификации клиента, пытается взять его персональные данные, пообщаться. А по смыслу что получается? Что каждая из компаний, которая пытается быть хоть как-то активной на розничном рынке, пытается выстраивать канал дистрибуции. У кого-то хватает ресурсов на подобного рода историю, у кого-то не хватает. Соответственно, наличие маркетплейса, как мне представляется, является в чистом виде выигрышем для всех управляющих компаний. Просто потому, что многие инфраструктурные вещи (в части идентификации клиента, в части возможности показать клиенту продукт) будут доступны. Причем достаточно дешево.

С другой стороны, говорили, что нет никакого эффективного маркетплейса в международной ли практике или в какой-то еще. В России сейчас есть какие-то зачаточные маркетплейсы. Есть проект «Банки.ру», где происходят попытки отдельных, особо продвинутых управляющих компаний продавать свои паи на этой площадке. Есть платформа, на которой возможна попытка отрекламироваться или сравниться

одной управляющей компании с другой управляющей компанией. Этот проект покрывает, может быть, даже 95% розничных mutual funds. Продукт вполне себе успешный.

Я в свое время был сильно удивлен, почему подавляющее большинство компаний не участвует в проекте «Банки.ру» или почему они не пытаются продавать через сайт «Инвестфандс». Я для себя придумал такой ответ, что, может быть, дело в тех самых каналах дистрибуции: организация удаленной идентификации, неразрешенные вопросы операционной деятельности. И что компания считает, что основные продажи она будет делать через банк-партнер или через несколько банков-партнеров. Но еще раз повторюсь: наличие централизованной площадки, на которой какой-то агент с достаточно активной пробивной способностью (Центральный банк) обеспечил решение многих этих проблем в значительной степени подвигнет конкуренцию между продуктами. И те компании, для которых вход на цифровой рынок был достаточно дорогим, на этот рынок придут и конкуренцию сдвинут. И предоставят людям больше выбора.

Представьте, с какой частотой вы сами ходите в свой клиентский банк с платежкой — или платите через онлайн-банк. Следующий вопрос — а почему тогда вы не готовы так же покупать ПИФы? Спасибо.

Владимир СОЛОВЬЕВ. Ключевая характеристика инвестиций — доверие. Доверие не только к инструменту, но и к институту, который его предлагает. На мой взгляд, сейчас рано говорить о том, что к маркетплейсу будет такое же доверие, как если человек идет к своему инвестиционному консультанту. Это, мне кажется, очень хорошая иллюстрация к поговорке, которая звучит так: мы обычно переоцениваем то, что произойдет в ближайшие два года, и недооцениваем то, что произойдет в ближайшие 10 лет. Вот, мне кажется, в ближайшие два года маркетплейс не сможет завоевать дове-

рие, которое необходимо для того, чтобы люди совершали достаточное количество инвестиций через эту площадку. И в то же время совершенно не удивлюсь (и, скорее всего, так и будет), что это случится через какое-то время, — вот когда вырастет поколение, которое привыкло доверять своему телефону. И когда оно заработает денег. Потому что, если человеку 30 лет и он живет в телефоне, еще не факт, что у него есть деньги инвестировать. Все-таки обычно доход появляется ближе к 40 годам.

То есть, я считаю, что это, безусловно, будет происходить, но мы переоцениваем, насколько быстро это будет происходить.

Владимир КИРИЛЛОВ. Да. Управляющие сегодня несколько раз уже упомянули цифру 25 трлн рублей на депозитах. Но, наверное, надо понимать, что эти 25 трлн на счетах не у 30-летних людей, а несколько более взрослых.

Еще пара реплик. Первое. Ирина Кривошеева критиковала проект НРД. Но он тоже не показатель, потому что там вся эта тема не взлетит, пока не будет решен вопрос с налогами.

Второе. Электронные средства коммерции на западных рынках довольно активно развиваются, — в том числе, электронные площадки, на которых продаются паевые фонды. Их доля постепенно повышается.

Но вот что интересно. Розничному инвестору, даже на развитом западном рынке, управляющие компании зачастую предлагают фонды в одноименных банках. И зачастую (очень часто, не всегда) доходность, которую показывает эта внутренняя управляющая компания, гораздо хуже, чем доходности на рынке. Но при этом объемы продаж в этой управляющей компании увеличены. Я здесь не имею кого-то в виду, просто говорю про западный рынок: что там видим и анализируем. Это, собственно, лояльность к бренду, потому что розничному инвестору продается именно продукт того же бренда. Ему не предоставляется выбор.

Поэтому зачастую там клиент не получает лучший продукт на рынке, который может ему дать маркетплейс.

У меня вопрос какой? Что касается, например, маркетплейса (будь то «Тинькофф», или проект Центрального банка, или многие другие) — как там будут представлены управляющие компании? Что будет дано для принятия решений частному инвестору? От этого будет зависеть очень много. Будет ли там управляющие компании просто ранжированы — и тогда первой будет стоять компания «Альфа капитал», а последней — какая-то компания на букву «Я»? Или там будет показана доходность за день, за месяц, за год, за три, за пять, в обязательном порядке? То есть, что, собственно, мы дадим клиенту, и как ему в то же самое время не запутаться и не сказать: «Такое количество цифр я смотреть не буду».

Где найти баланс так, чтобы не возникло внутреннего конфликта, чтобы отрасль не разорвало, и мы не обвиняли регулятора в том, что он все неправильно сделал.

Вот этот консенсус, я думаю, нужно найти и выработать — что мы, собственно, хотим инвестору показать, как помочь ему осуществить выбор. Коллеги работают с розницей и знают, что туда приходят люди, которые ничего не понимают, цифры их пугают. Они бы хотели что-нибудь гарантированное, но по доходности выше, чем в известном банке.

Мне кажется, сейчас перед нашей отраслью стоит этот вызов. Что я бы хотел сейчас предложить? Воспользовавшись тем, что у нас здесь присутствуют уважаемые представители регулятора, коллеги с рынка должны сказать о том, что их с точки зрения развития законодательства сегодня беспокоит. Что бы они хотели создать в виде новых продуктов, а вот законодательство не дает? Потому что есть согласованные КРП, который рынок поставил Центральному банку, на сайте НАУФОР можно было активно голосовать, выбирать. Но мы понимаем, что

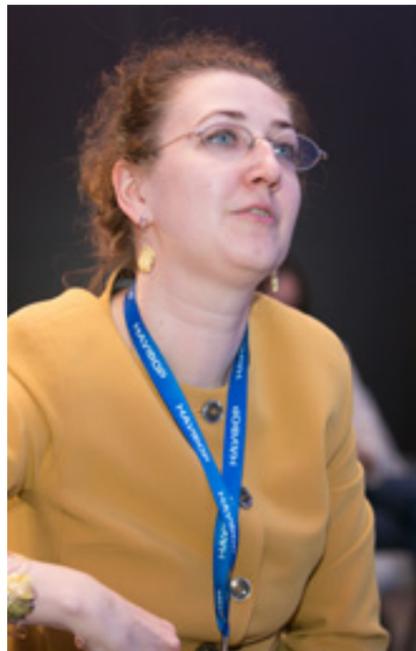
ждем от Банка России гораздо большего по развитию законодательства.

Ира, пожалуйста.

Ирина КРИВОШЕЕВА. Я коротко скажу. На прошлой сессии даже в присутствии председателя Центрального банка хотелось задать этот вопрос. У индустрии есть любимый 156-й Федеральный закон — закон об инвестиционных фондах, который не менялся уже долгие-долгие годы. Индустрия и департамент коллективных инвестиций вполне осознанно работали над этим законом, сформировали очень хорошие нововведения. Они связаны с возможностью формирования новых категорий фондов, по которым клиенты смогут получать регулярный доход. Они связаны с отходом от обязательности типовых правил, хотя бы по фондам для квалинвестора. Потому что лес жалко прежнему. Все эти пачки бумаг, которые необходимо подписывать при изменении правил, а потом при появлении любого какого-то, не знаю, небольшого канала продаж, а потом еще публиковать бумажные версии в «Вестнике Центрального банка» — за деревьями больно.

Второе — это все-таки выделение объектов по ЗПИФам, возможность непродать при окончании срока их деятельности и еще достаточно много хороших элементов, которые связаны со 156-ФЗ. Вот, если можно, просто вопрос — закон где повис вообще? Вот где? Совет Федерации сконцентрировался, видимо, на работе с инсайдом, с законом о дедолларизации российской экономики. Но где 156-й ФЗ?

Илья СМИРНОВ. Коллеги, я, конечно, понимаю, что должен знать эту информацию очень точно, что вот закон лежит на столе в таком-то кабинете, заходите, посмотрите. К сожалению, так я вам не скажу. Мы дали свои замечания к этому закону, вынуждены были этот закон несколько скорректировать в рамках дискуссии с министерством финансов. Надеюсь, что к продолжению этой дискуссии мы вернемся после того, как закон пройдет первое чтение, и в рамках



подготовки ко второму чтению мы туда сможем добавить еще много чего интересного, благо мысль кипит. Но, насколько я знаю, сейчас основной момент — это договоренность с Комитетом по финансовым рынкам, чтобы сделать следующий шаг дальше.

У нас иногда получается очень интересный формат взаимодействия с саморегулируемыми организациями. Потому что, с одной стороны, саморегулируемые организации говорят: «Нет, нет, нет. Мы же не лоббисты, дайте нам регуляторные или надзорные полномочия». Но когда ЦБ говорит: «ОК, но регуляторные и главные надзорные полномочия надо будет реализовывать путем введения не очень популярных мер», то саморегулируемые организации часто говорят: «Нет, нет, нет, мы лоббисты». Это все прекрасно, но если саморегулируемая организация в значительной степени исполняет лоббистскую функцию, то роль регулятора по продаже новых интересных сюжетов может быть несколько меньше. Регулятор вынужден тратить значительные усилия на продажу, скажем так, сюжетов, которые никогда не будут инициированы самим рынком, — например, внедрение фидуциарной ответственности. Идеи в пользу рынка — скажем, отказ от типовых правил ДУ как наиболее фундаментальная история — такие идеи далеко не единственные там. В том же пакете, например, возможность раскрытия информации по фондам для квалифицированных инвесторов, по крайней мере, на сайте управляющей компании. По мелочам там еще много-много интересного.

Но первую скрипку в этом вопросе должны играть не регулятор, а рынок. Странно предполагать, что регулятор будет бегать за комитетом: ну сделайте же закон, чтобы двинуть рынок вперед. А рынок будет говорить: «Нет, нет, нет, нам это не интересно». Поэтому, мне кажется, что вопрос — а где закон? — рынок в первую очередь должен задать себе. **Екатерина ГАНЦЕВА.** НАУФОР как саморегулируемая организация не про-

тив, и мы делаем это регулярно. Но, наверное, если каждый отдельно взятый участник рынка пойдет в кабинеты — это будет все-таки не совсем корректно. **Владимир КИРИЛЛОВ.** Екатерина Ганцева — вице-президент НАУФОР, активно помогает развивать рынок, прошу любить и жаловать. Катя, еще раз. Значит, последняя версия поправок согласованы с Минфином, как ты сказала. И? И законопроект готовится к внесению Комитетом по финансовым рынкам Государственной Думы. Вот такая информация.

Коллеги, я хочу попросить продолжить тему изменений в законодательстве. И, может быть, не только общие возгласы: дайте 156-ФЗ. А, может быть, поговорим и о том, какие продукты хотелось бы сегодня на рынке иметь? Потому что, может быть, они еще не учтены в 156-ФЗ. В принципе, на российском рынке не такое большое количество продуктов. Мы пытаемся дополнять за счет выхода на зарубежные рынки, строительства экспертизы. Здесь управляющие сидят. Коллеги, что мешает работе по созданию новых продуктов? Может быть, нужно создать фонды с регулярной выплатой купонного дохода, еще что-то? Что должно помочь с точки зрения развития продуктового ряда? Пожалуйста, расскажите.

Алексей АНТОНЮК. На самом деле, хочу сказать спасибо Банку России. Потому что работа идет, и мы ее чувствуем. Когда появились комбинированные ЗПИФы, у нас был просто бум бизнеса, потому что отличный инструмент вышел. Понятно, что его надо улучшать.

Из того, что мы видим, общаясь каждый день с клиентами и пытаюсь построить продукт, который им интересен. Конечно, было бы замечательно, если бы в паевых фондах могло существовать два класса паев: класс с аккумулярованием инвестиционного дохода и класс с распределением. Возьмем самый простой пример: группа инвесторов через ЗПИФы реализует инвестиционный

проект. Но у одного инвестора есть интерес получать текущий денежный поток в виде дивидендов, а у другого, наоборот, такого желания нет. К сожалению, сейчас такой сервис обеспечить невозможно. Если инвестдоход платится, то он платится либо всем, либо никому. Хотелось бы, чтобы что-то в этом направлении продвигалось.

Что касается не совсем розничных частных клиентов, с более крупным объемом кошелька. Как мы понимаем, значительная часть пассивов — это пассивы, номинированные в валюте. Для управляющих они сейчас в значительной степени ограничены к доступу. Потому что в фонды можно принимать только рубли, в эти рубли надо валюту конвертировать, не все клиенты это понимают. Но даже те, кто понимает, сталкиваются с волатильностью. Вот клиент продал валюту, купил паи фонда. Но, если фонд интервальный, то надо купить в определенный день. Потом фонд эти рубли получил и купил, например, евробонды, а курс уже на два рубля ушел. И в итоге перформанс, на который рассчитывал клиент, существенно пострадал. А, учитывая доходность по валютным инструментам, волатильность носит просто разрушительный характер.

В итоге, надо выстраивать механизмы хеджирования, чтобы, с одной стороны, клиент продал валюту, с другой стороны, фонд у него имел возможность на форварде по близкому курсу эту валюту откупить под приход этих денег, и т.д. Поэтому, конечно, движение в эту сторону было бы просто замечательным, особенно в свете того, что мы все-таки очень бы хотели повысить доступность инструментов в иностранной валюте для наших клиентов. Потому что сейчас большинство людей, которые вкладываются в инструменты, номинированные в иностранной валюте, тратят на это достаточно существенный тикет и при этом имеют достаточно небольшую диверсификацию портфеля. Если же названные задачи решить, то это позволит

обеспечить высокодиверсифицированный портфель многим клиентам, которые сейчас имеют то же самое, только без диверсификации, — соответственно, несут большие риски.

Что касается других инструментов. Сейчас речь не об инструменте доверительного управляющего, но по жизни мы чувствуем, что в российском праве все-таки не хватает облигаций с негарантированным номиналом. Вот не хватает. Особенно, если бы они могли быть доступны не только квалифицированным инвесторам, а вообще всем инвесторам. **Владимир КИРИЛЛОВ.** Коллеги, пожалуйста. Есть у кого-то еще идеи? **Сергей ДЮДИН.** У меня общее замечание к Центробанку: все-таки, с одной стороны, снизить регуляторное цунами. И, с другой стороны, заняться тонкой настройкой, потому что к тому важному и нужному, что уже сделано, возникает много вопросов, дополнительных уточнений и так далее. Поэтому мы ждем от ЦБ более адресного и более быстрого ответа на тонкие вопросы, касающиеся регулирования, которое введено.

И полностью присоединюсь к коллеге по поводу боли с валютными продуктами. Абсолютно идеальный продукт для инвестора, который мы видим на примере своих фондов, не пользуется популярностью исключительно потому, что вход и выход осуществляется в рублях.

Владимир КИРИЛЛОВ. Спасибо, Сергей. Да, Андрей, пожалуйста. **Андрей ЖУЙКОВ.** Про валюту? Мы почти на каждой конференции об этом говорим, почти как мантра «Карфаген должен быть уничтожен», да?

Мы хотим дать клиенту хороший продукт, с доходностью выше, чем депозит в долларах сегодня. И да, можно выбрать хороший евробонд, может быть, того же банка. Но, по факту мы можем предсказать погашение этого бонда, оценив кредитное качество эмитента, но не можем предсказать его финансовый результат с учетом переоценки курса

валюты. То есть, в случае очередной девальвации, возникает 13-процентный НДФЛ на разницу в курсах. Мы каждый раз об этом говорим. То есть можно сделать отличную валютную стратегию, вроде бы заработать. А на выходе, после выплаты НДФЛ, человек уйдет с нулем или с минусом. Это, понятно, не представителю ЦБ надо говорить это к представителю Минфина. Это первая вещь.

И вторая. Наверное, это скорее к Центральному банку, который в последнее время достаточно быстро рассказывает участникам рынка о недобросовестных практиках. При этом, скажу в лоб, самый активно продаваемый продукт сейчас — инвестиционное страхование жизни. Но за счет чего? Потому что на 3–5-летнем продукте комиссия банков достигает при продаже 8–10%. Регулирование по нему практически отсутствует. И по факту, когда клиенты начнут из него выходить, большинство-то будет недовольных.

Наверное, надо как-то отбивать желание текущих продавцов продавать своим клиентам продукты, которые с высокой долей вероятности будут неэффективными. Придумать некую обязательную обратную связь по каждому продукту после его завершения, когда клиент заполняет некую форму — удовлетворен он или не удовлетворен, и объясняет почему. То есть, продавец тоже будет иметь определенный рейтинг, исходя из того, как качественно он продает свои продукты.

Владимир КИРИЛЛОВ. Спасибо, Андрей. Позволю себе неожиданную роль адвоката инвестиционного страхования жизни. В каком-то смысле общая проблема российского рынка — недостаточное раскрытие информации для всех участников. Это касается и пенсионных продуктов, и в полной мере касается ИСЖ. Если мы будем давать информацию для инвесторов в достаточно скрупулезном, детальном разрезе, то вопрос решится как бы сам собой.

С точки зрения самого продукта, там есть истории, в которых клиенты действительно не заработали. А есть прекрасные продукты, в которых они заработали десятки процентов, в том числе и в валюте, по валютным продуктам. Мне совершенно точно известны такие случаи. И инвестиционное страхование жизни, как бы мы его не критиковали, обеспечивает клиенту безубыточность на конец выплачиваемого периода. Тогда как в тех же ПИФах мы не знаем, что, собственно, выдадим клиенту в конце. Посмотрите по пенсионным фондам — там достаточное раскрытие информации? Вот для меня — абсолютно недостаточное. Я хочу знать, например, названия всех управляющих компаний, доходность, которую они принесли по результатам конкретного фонда, комиссии, которые они берут и т.д. Но мы же этого не видим на сегодняшний день. В лучшем случае какую-то агрегированную информацию, но не детальную.

Андрей ЖУЙКОВ. Я ни в коем случае не против продукта. Продукт отличный. Он очень хорошо продается, он очень технологичный, комфортный и в принципе имеет ряд преимуществ для физического лица. Вопрос именно в его прозрачности при продаже.

Владимир КИРИЛЛОВ. Андрей, понятно. Спасибо. Я хочу сказать коллегам, что мы точно не придем к успеху путем хождения в Банк России и другие ведомства с просьбой дать возможность вносить валюту в ПИФы. Это тема сложная. И в рамках дедолларизации экономики, курс на которую взят и последовательно выполняется, мне подсказывает чутье, что лучше сосредоточиться на других направлениях.

Я попрошу Илью Владимировича рассказать рынку, о чем сегодня болит голова регулятора, над какими проблемами и вопросами регулятор работает и что здесь можно ожидать?

Илья СМИРНОВ. Спасибо. Я начну, на самом деле, с очень частного и конкретного момента в части ИСЖ, потому что

мы слышали ваши комментарии и большому рынку и в части раскрытия информации, и в части величины комиссии и всего прочего. По результатам анализа, у нас получилось, что основная проблема в ИСЖ — это не величина комиссий. Потому что, заплатив комиссию, страховая компания берет на себя некоторые обязательства, и вне зависимости от того, сколько заплатит по комиссии, должна исполнить свои обязательства в полном объеме. Основное по сравнению с ПИФах — она обещает в таких-то условиях выплатить такую-то сумму.

Мы общались с коллегами с рынка в части того, насколько подобные истории интересны ПИФах. Насколько интересна ПИФу возможность сказать клиенту: мы так структурировали портфель, что (я сейчас фантазирую, это не реклама) если Сбербанк нам вернет депозит, то вы получите не меньше номинала. Насколько я понимаю, этот инструмент вас просто не заинтересовал. Прозрачность комиссии — это одно. Просто по ПИФах вы берете деньги в доверительное управление, и если получили убыток — это будет убыток. Тогда как по ИСЖ убыток остается на балансе страховщика.

Владимир КИРИЛЛОВ. Илья Владимирович, а у нас была дискуссия на эту тему? Кто-то сказал, что нам такое не нужно?

Екатерина ГАНЦЕВА. Дискуссии как таковой не было, взяли тайм-аут после разговора с Банком России. Был разговор на тему того, насколько будет сейчас интересен к продаже ПИФ с условием, что можно вернуть некий номинал в случае, если в структуру ПИФа включен депозит плюс опцион. И насколько возможно, в принципе, создать такую структуру открытого фонда при действующем регулировании. Обсуждалось это все на Комитете по управлению активами в НАУФОР. На текущий момент компании ушли думать и разговаривать со своими портфельщиками, какую структуру возможно создать в ПИФе, чтобы можно было под нее раз-

говаривать с Банком России уже на тему того, что фонд в рекламных целях может пусть не гарантировать, но что-то обещать. Пока управляющие компании к нам не вернулись. Вот такая дискуссия была.

Владимир КИРИЛЛОВ. Хорошо. Вот так — понятно. Дискуссия идет, но на уровне комитета. Потому что на совете мы это не обсуждали.

Илья СМИРНОВ. Прекрасно. В любом случае, мы всячески готовы к диалогу с отраслью и стараемся реагировать на те моменты, которые отрасль смущают.

В части наших планов по нормотворчеству я бы разделил тему на два направления: о фондах для квалифицированных инвесторов, о фондах для некавалов.

В части фондов для квалифицированных инвесторов — это продолжение истории про создание наибольшей гибкости. Про то, что квалинвестор сам знает те риски, которые готов принять, он в состоянии разобраться в сложных правилах ДУ, в сложной стратегии, — и, соответственно, при необходимости в состоянии что-то спросить, не согласиться с условиями, выйти. То есть он в состоянии объяснить управляющей компании, что хочет по договоренности с управляющей компанией создать тот продукт, который максимально соответствует и возможностям управляющей компании, и желаниям клиента. Частично это возможно сделать, изменяя нормативные акты Банка России. Мне кажется, фундаментально мы большую часть этого законодательства уже сделали и нужно более плотное общение с законодателями уже совместное. Просто потому, что какие-то опции, к сожалению, очень часто прошиты в законе. Про разные категории акций, в том числе.

В части неквалифицированных инвесторов — это тренд на большую защиту инвестора. Не путем введения новых запретов — это сложно, это дорого, это не всегда эффективно, — но скорее через

изменение формата работы. В качестве одного из таких примеров — изменение формата работы по конфликту интересов. Сейчас управление конфликтом интересов прописывает 40-я статья 156-го закона: нельзя сделать то-то, нельзя делать то-то. Все желающие это «то-то» делать прекрасно умеют обходить регулирование. Соответственно, мы видим, что нужно изменить сами подходы по управлению конфликтом интересов. Пересматривать систему управления конфликтом интересов без диалога по 40-й статье, по возможности отмены отдельных ограничений оттуда — это, скорее всего, просто неправильно.

Следующая тема: насколько клиент знает, что именно он покупает. Как клиенту выбрать управляющую компанию, как выбрать фонд, как выбрать НПФ. Мы постараемся в большей степени сконцентрироваться на том, чтобы инвестор знал, какой продукт он покупает. Чтобы клиент мог сделать выбор более или менее осознанно — почему ему нравится та или иная управляющая компания, почему ему нравится тот или иной управляющий в рамках управляющей компании, каким образом управляющий будет зарабатывать для клиента? Мы регулярно говорим, что клиент мало понимает пока. Соответственно, чтобы клиент понимал больше, нам нужно давать ему больше информации. Не обязательно больше количественно, но информации более важной для принятия решения.

Дополнительно мы будем продолжать тренд на диверсификацию активов. Мы уже достигли в этой истории значительного выигрыша (и по пенсионным деньгам, и по ПИФах), но, мне кажется, определенные шаги вперед в этом направлении еще будут происходить. В значительной степени они уже озвучены в рамках новой редакции требований к инвестиционной политике по пенсионным резервам.

Мне кажется, что это основные направления для работы, по крайней мере,

на ближайший год, а то, может быть, и на несколько лет. Вот, как-то так.

Владимир КИРИЛЛОВ. Илья Владимирович, спасибо. Я хотел обсудить один вопрос, касающийся продажи ПИФов институциональным клиентам, в частности, пенсионному фонду. Тут есть одно существенное противоречие. Когда управляющие компании продают розничным инвесторам, они все-таки берут с них довольно приличную комиссию по сравнению с институциональными. То есть, пенсионный фонд вряд ли зайдет в ПИФ, если ему предложить комиссию выше 0,5%, например. И тут возникают определенные противоречия. На Западе существуют разные шер-классы: институциональным инвесторам продали одно, розничным инвесторам другое, но продает тот же самый фонд. По российскому законодательству в такой ситуации вроде надо новый фонд создавать под институционального инвестора, соответственно надо его наполнить, а дальше возникает вопрос с точки зрения ликвидности. НПФ задает вопрос: почему я должен зайти в ПИФ один, а кто еще зайдет? А покажите мне трек-рекорд, — но управляющий может показать трек-рекорд только на другом продукте. И получается замкнутый круг. Я искренне пока не знаю, как его разомкнуть, хотя давно мечтаю, чтобы у нас это появилось. Может быть, есть идеи у вас какие-то?

Илья СМИРНОВ. Предчувствую, у нас будет очень интересная дискуссия о разных комиссиях внутри одного фонда — и с профессиональным сообществом, и, что сложнее, с профессиональными защитниками прав инвесторов. Это будет крайне интересный вариант. Но, мне кажется, что у нас уже сейчас на рынке наблюдается некоторая тенденция, с которой вы начали наш сегодняшний диалог, и которая мне персонально очень-очень нравится — тенденция снижения комиссий. Потому что брать 2% комиссии при доходности в 20% — это можно, по крайней мере, обсуждать,

поскольку значительный кусочек остается инвесторам. Брать 2% комиссии при доходности в 5% — это уже сложно. На рынке становится больше денег, у управляющих компаний становится больше денег, появляются новые возможности автоматизации процессов — это создает возможность срезать косты, сократить издержки. Сократить выручку, но остаться при этом в достаточной степени рентабельным.

Одна из причин, по которой мы регулярно общаемся с рядом управляющих компаний, — это возможность задать вопрос, что создает значительные издержки? Какие требования в регулировании создают для вас наибольшие неудобства? Где, изменив регулирование, мы можем получить значительный выигрыш в сокращении издержек, и, соответственно, какой-то кусочек от сокращения этих издержек достанется клиенту. Он достанется розничному инвестору, он в параллель будет доставаться (как потенциальная возможность) оптовому инвестору. Вот частичный ответ относительно того вопроса, который вы задали. Когда крупный институционал или несколько крупных институционалов приходят в фонд, они сразу приносят достаточно большой объем денег, который, с моей точки зрения, позволяет дотировать другие классы инвесторов в части снижения вознаграждения, которое будет уплачиваться за сервисы для розничных инвесторов.

Ирина КРИВОШЕЕВА. Мне хотелось бы коротко прокомментировать. Действительно, в международной практике есть бенчмарк — вознаграждение управляющих может составлять не более 25% от дохода клиентов. При этом мне не очень понятно, почему нужно это сразу ограничивать. Это рынок, это конкуренция, пускай клиенты сами разберутся, наверное. Если я как клиент хочу получать дополнительную аналитику, хочу каждый день получать смс по составу моего портфеля и хочу действительно качественного инвестиционного

консультанта, — то, наверное, я готова за это платить. У меня нет склонности получать качественный сервис бесплатно. Я в это не верю. Наоборот, если мне предложат качественную услугу и скажут, что берут за нее 0,1% в год, то у меня возникнет убежденность, что с меня берут иным образом, но никто мне об этом почему-то не рассказывает.

А в контексте снижения расходов управляющих компаний мне хотелось бы сказать: вот если Центральный банк остановится в нововведениях со стороны, например XBRL.

Илья СМЕРНОВ. Я правильно понимаю, что отказ от типовых правил ДУ — это то самое нововведение, в котором нам нужно остановиться? Думаю, что мы можем это сделать легко и с удовольствием.

Ирина КРИВОШЕЕВА. Нет, давайте со статистикой остановимся! Потому что за неделю в нашу компанию пришло 29 запросов от Центрального банка, в среднем за год количество запросов увеличилось в 5,3 раза. Запросы идут только от профильных департаментов: эти за счастье практически. А есть еще статистические вопросы: коллеги интересуются, в какие ценные бумаги вкладываются клиенты, что входит в состав индивидуальных инвестиционных счетов. Плюс сочетание МСФО и прежнего стандарта, как я сегодня на предыдущей сессии услышала: МСФО-РУС. Вот это МСФО-РУС плюс наложенный на него XBRL, плюс двойной формат отчетности, если компания имеет две лицензии. Отчетность дублируется, в том числе, по собственному портфелю. Сейчас это так. Мы посылаем две формы в разные департаменты Центрального банка. Ну и еще какие-то мелкие неурядицы, которые тоже денег стоят. Вот XBRL очень даже недешев.

Думаю, что у некоторых из здесь присутствующих коллег есть достаточно хороший опыт управления в иностранной юрисдикции (Люксембург, прежде всего), где все строится на принципах

аутсорсинга. Я вот лично не понимаю, что мешает отдать бэк-офис, например, по ПИФам на откуп специализированным депозитариям. И освободить управляющие компании от регуляторной ответственности за учет этих вещей. **Илья СМЕРНОВ.** Вы очень правильно сослались на опыт Люксембурга. На вопрос «что мешает УК отдать на аутсорсинг спецдепу (или не спецдепу) свой бэк-офис» я честно отвечаю: ничего не мешает. А в части освобождения от регуляторной ответственности — мы исследовали этот вопрос. По крайней мере, в юрисдикции ЕС (не самой мелкой, забывая про все прочие истории) — ответственность остается на управляющей компании. Просто принцип крайне простой: клиент должен знать. То самое физическое лицо, которое купило у вас пай, оно должно знать, к кому прийти с жалобами. Если возникнет ситуация, когда на сайте прочел одно, в правилах ДУ — другое, а в отчетности читаю третье и кому жаловаться... Это просто породит неопределенность у потребителей этой истории, даже не только у Центрального банка.

Реплика из зала. Позволю, извините, с вами не согласиться. Жизнь пайщика в ОПИФе уже разделена между управляющей компанией и спецдепом. Например, учет реестра пайщиков ведет специализированный депозитарий. Это к вопросу, кому жаловаться и где мои пай? Они, по идее, лежат в депозитарии, а не в управляющей компании.

А, во-вторых, все-таки спецдепы — это профессиональный участник рынка ценных бумаг. Регулируются точно так же Банком России, несут такую же ответственность, как и все профучастники. И если управляющая компания может нести ответственность за качество управления, то если бэк-офис, например, по ПИФам ведет спецдеп, почему он не может за это нести ответственность? и почему управляющая компания должна своей лицензией отвечать за работу спецдепа в этом случае, если он сам

профучастник и регулируется тем же регулятором?

Илья СМЕРНОВ. Насколько спецдеп готов отвечать своей лицензией? Потому что, по большому счету, лицензия — это деньги. И если для вас это является ключевой историей, то спецдеп должен ввести масштабные штрафные санкции. Насколько я знаю, какие-то управляющие компании готовы на передачу некоторых функций на аутсорсинг. Я так понимаю, что штрафные санкции в этих договоренностях присутствуют. Другие управляющие компании на аутсорсинг не готовы. Подозреваю, что при тех штрафных санкциях, при которых они готовы передать на аутсорсинг, на это не готов уже спецдеп. Мне кажется, наличие или отсутствие лицензионного риска здесь — повод для дискуссии, но не повод для бизнеса. Если действительно хотеть — это сделать возможно.

Владимир КИРИЛЛОВ. Здесь я тоже позволю себе сказать. Вот мы сегодня говорили про снижение регуляторной нагрузки, про избежание дублирования. Но ничего не было сказано про административные санкции. В целом, проблема в том, что сегодня они точно не пропорциональны тяжести совершенного проступка. Задержка в отчетности, технические сбои могут привести к тому, что с компании возьмут несколько сотен тысяч рублей штрафа, хотя это никак не привело к нарушению прав пайщика.

Вторая проблема — непропорциональная административная нагрузка различных участников финансового рынка. У брокеров она одна, у управляющих она другая, у банков третья. В этом смысле управляющие компании находятся в одном из самых сложных и худших положений среди всех других участников рынка. К сожалению, такая статистика не раскрывается на сайте Банка России, хотя было бы очень интересно посмотреть, но управляющие компании, я думаю, получают больше штрафов. Конечно, эту систему надо менять, она не может такой оставаться, потому что это вызывает

абсолютное недоверие участников рынка к регулятору. Но мы знаем также, что регулятор вынужден штрафовать, потому что — такое законодательство, потом придет прокуратура, проверит. Тут замкнутый круг, который нужно размыкать. И я призываю всех участников рынка в этом смысле объединиться.

И к следующей конференции НАУФОР можно даже зафиксировать пожелание — сделать отдельную секцию на тему «Регуляторные нагрузки на участников финансового рынка». Наверное, там и брокеры, и управляющие просто навзрыд будут жаловаться. Будет, конечно, много эмоций, но, возможно, это просто необходимо сделать. Не все делается в этом смысле рационально. То же внедрение XBRL можно было делать совершенно по-другому, не размазывать по всем участникам рынка. Сегодня происходит чехарда с таксономией: нам обещают, что она в жизни никогда уже больше не поменяется, потом она меняется; в 2018 году, как мы знаем, поменяется снова, а в 2019 году нас ждет полная смена парадигмы. То, что мы делаем, становится просто бессмыслицей. И это обидно, потому что мы взяли на себя определенные обязательства, мы добросовестные участники рынка и хотим внедрить все, что Центральный банк хочет внедрить, чтобы увеличить прозрачность рынка. Но возможны ли здесь ошибки? Возможны. Тогда не штрафуйте нас так, как вы это делаете сегодня. Это некий общий призыв.

Тема аутсорсинга очень важна. Тут дискуссии ведутся на уровне спецдепов тоже с Центральным банком, насколько я знаю. Там возможны какие-то решения.

Илья СМЕРНОВ. Мы регулярно ведем дискуссии в этой части. В каких-то мелких нюансах я вижу, что нужно что-то подкорректировать (в частности, как мне кажется, возможность спецдепу оказывать услуги компаниям, которые не являются их клиентами в рамках спецдеповской деятельности).

Но глобально я уже достаточно давно не видел никаких обращений или запросов в части возможности аутсорсинга. Наша позиция не менялась в течение достаточно большого периода времени: да, аутсорсинг возможен. Мы считаем, что управляющая компания может в значительной степени свои функции отдавать на аутсорсинг, особенно если это функции не профильные, а связанные с бэк-офисом или формированием отчетности. И мы не готовы снимать с управляющей компании ответственность за отчетность.

Владимир КИРИЛЛОВ. Понятно. Хочу попросить Екатерину Ганцеву добавить. Пожалуйста. **Екатерина ГАНЦЕВА.** Я бы хотела обратить внимание всех управляющих компаний на то, что вчера на сайте Банка России наконец-то разместили зарегистрированные в Минюсте указания в части отчетности управляющих компаний в формате XBRL, которые вступят в силу с 4 мая. Обратите, пожалуйста, на это внимание.

Просто к теме XBRL. **Владимир КИРИЛЛОВ.** Понятно, хорошо. Еще буквально два слова, Илья Владимирович, чтобы не забылось. Дискуссия по поводу вознаграждения управляющих компаний: большое оно или небольшое. Вы знаете, что в России принята концепция, когда мы фактически берем большее вознаграждение за управление активами по сравнению с западными аналогами. Но, у нас очень сильно ограничены надбавки (это то, что нас ставит в очень невыгодное положение, например, по сравнению с теми же страховыми компаниями). Надбавки наши ограничены потолком в 1,5%. Соответственно, когда ты приходишь в западный фонд купить, то там лупят 5%, но зато один раз на входе. А дальше там комиссии очень маленькие могут быть для тех же разных классов активов, они больше-меньше, но в любом случае обычно меньше, чем у нас. Здесь мы как бы попадаем в некий капкан. Вроде

как ставки уже упали, и надо было бы снижать вознаграждение управляющей компании. Но с чего тогда мотивировать продавцов? С чего отдавать агентским сетям? Если бы мы могли пересмотреть эту концепцию и брать больше надбавку за счет того, что вознаграждение будет снижаться (что логично особенно в нынешних условиях) — это, я думаю, помогло бы рынку.

Илья СМЕРНОВ. Не могу сказать, что мы однозначно это сделаем. Но точно могу сказать, что мы готовы к диалогу по этому поводу — так же, как и по всем прочим вопросам. Заявляйте повестку! Формируйте повестку не только как реакцию на выпущенные регулятором нормативы, пусть они потенциально иногда бывают достаточно дискусионными. Но включайте в повестку ваши предложения: что вы хотите поменять, что считаете нужным для дальнейшего развития и движения вперед.

Владимир КИРИЛЛОВ. Хорошо. Тогда предложил бы на ближайшем Совете управляющих компаний всесторонне обсудить увеличение надбавки. И всех присутствующих здесь тоже приглашаю принять участие в работе структур НАУФОР — Совета управляющих компаний и соответствующих комитетов.

Уважаемые коллеги, я был бы рад предоставить слово тем, кто находится в зале, но, похоже, мы уже не успеваем по времени. Благодарю всех участников. Надеюсь, что было интересно. Всем успехов. □