

# ВН

ВЕСТНИК НАЦИОНАЛЬНОЙ  
АССОЦИАЦИИ УЧАСТНИКОВ  
ФОНДОВОГО РЫНКА

№6 июнь 2020

В здоровом формате

Интервью  
с Михаилом Дмитриевым

В едином ликвидном  
стакане

Интервью  
с Сергеем Титовым

ПАРАДОКСЫ КОНКУРЕНЦИИ

Надо поговорить!

ОЦЕНКА АКТИВНОСТИ РЫНКА  
АКЦИЙ



# Содержание

№6, июнь 2020



ТЕМА НОМЕРА: ПАРАДОКСЫ КОНКУРЕНЦИИ

## В здоровом формате

Президент партнерства «Новый экономический рост» Михаил Дмитриев рассказывает Ирине Слюсаревой, какими последствиями чревата избыточно жесткая политика минфина; почему важно существенно поддержать малый и средний бизнес из наиболее уязвимых секторов экономики; а также объясняет, почему возврат к старому формату накопительной пенсионной системы невозможен.

4

НОВОСТИ

## 3 Реформа индикаторов

Банк России определил процентные индикаторы, альтернативные популярному индикатору LIBOR (Лондонская межбанковская ставка предложения).

ТЕМА НОМЕРА: ФУНДАМЕНТ РЫНКА — ДОВЕРИЕ

## Парадоксы конкуренции

24 В рамках проведенной НАУФОР конференции «Рынок коллективных инвестиций» прошла панель «Общее состояние рынка коллективных инвестиций и векторы его развития». Внимание участников концентрировалось на обсуждении проектов нормативных актов Банка России о раскрытии информации и предотвращении конфликта интересов. Острой получилась дискуссия о конкурентоспособности продуктов рынка коллективных инвестиций. Отдельным пунктом обсуждалось состояние отрасли российских эндаументов и ее перспективы.

ЗАДАЧА / РЕШЕНИЕ

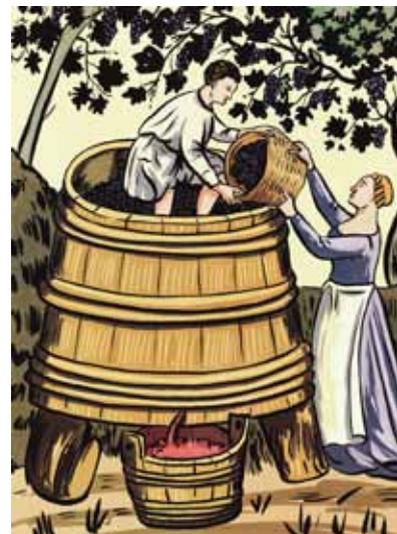
## 44 Оценка активности рынка акций

Национальная ассоциация участников фондового рынка направила в Банк России комментарии к Докладу «О подходах к оценке активности рынков акций, обращающихся на российских организованных торгах».

ЭКСПЕРТНОЕ МНЕНИЕ

## 54 Котировки наступают

Снятие карантинных ограничений и выросшие цены на нефть после вступления в силу новых договоренностей ОПЕК+ повысили котировки российских акций. Индекс РТС вырос за месяц на 8,4% — до 1219,76 пункта, а рост индекса МосБиржи за счет укрепления рубля оказался более скромным — 3,2% (к закрытию торгов 29 мая индикатор поднялся до 2734,83 пункта).



ТЕМА НОМЕРА: ПАРАДОКСЫ КОНКУРЕНЦИИ

## В едином ликвидном стакане

Сергей Титов, директор департамента денежного рынка Московской биржи, объясняет Илье Викторову (PhD, исследователь Стокгольмского университета), чем отличается юридическая схема КСУ от пая ПИФа и как изменился рынок репо после того, как возможность работать на нем получили нефинансовые корпорации.

14

ЗАДАЧА / РЕШЕНИЕ

## Надо поговорить!

Развитие происходит, в том числе, через конфликты. Поэтому стремление построить бесконфликтное общество следует признать ложной. Избежать конфликта невозможно и не нужно, но вот научиться управлять им и не допускать разрушительных последствий — имело бы смысл.

40





## Парадоксы конкуренции

Прошлый номер «Вестника НАУФОР» был целиком посвящен коварному вирусу, — точнее, тому, как он повлиял на индустрию. Это были первые попытки анализа, сразу по следам горячих сводок. Почти полевые исследования. В силу того, что статьями в том номере поучаствовало несколько прозорливых интеллектуалов, сделанные ими наблюдения и выводы, скорее всего, будут актуальны не только в краткосрочной перспективе. Благодаря выдающимся прогностическим способностям некоторых сильных экспертов, конечно.

Но также потому, что экономические (и не только) последствия пандемии, как ясно уже сейчас, краткосрочными точно не будут. И да, они далеко не только экономические. Универсальный экономический показатель — баланс — обладает таким постоянным свойством, как переменчивость. А вот ряд изменений в организационных форматах, в способах конкуренции может сохраниться.

Об этом — мы еще не писали. Но еще напишем, нет сомнений.

*Ирина Слюсарева ☺*

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

Главный редактор **Ирина Слюсарева**

### Редакция

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

### Учредитель НАУФОР

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

### Издатель КЦ НАУФОР

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

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

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

---

# Реформа индикаторов

**Банк России определил процентные индикаторы, альтернативные популярному индикатору LIBOR (Лондонская межбанковская ставка предложения)**

29 июня 2020 года Банк России определил процентные индикаторы, альтернативные ставке LIBOR (London Interbank Offered Rate, Лондонская межбанковская ставка предложения). На своем сайте регулятор опубликовал перечень иностранных эталонных процентных индикаторов, соответствующих Принципам для финансовых индикаторов Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO). LIBOR — широко распространенная эталонная процентная ставка предложения на рынке межбанковских кредитов, служащая ориентиром для краткосрочных процентных ставок на глобальном финансовом рынке.

В новый перечень Банка России вошли эталонная ставка овернайт США SOFR, ставка Европейского центрального банка €STR, ставка Великобритании SONIA, ставка Японии TONAR, ставка Швейцарии SARON. Также Банк России включил в перечень канадскую ставку по РЕПО CORRA и средневзвешенную ставку в австралийских долларах AONIA, которые предлагаются использовать в качестве альтернативы CDOR и BBSW. Последние два индикатора

прямого отношения к LIBOR не имеют, но являются эталонными процентными индикаторами, вошедшими в перечень реформируемых в рамках глобальной реформы финансовых индикаторов.

Финансовые индикаторы, говорится в сообщении регулятора, играют важную роль в функционировании финансовых рынков и экономики в целом — они являются ориентирами уровней процентных ставок, валютных курсов, стоимости ценных бумаг и товаров. Проблема справедливого формирования финансовых индикаторов и наличия процедур, препятствующих манипулированию, особенно остро встала перед регуляторами после глобального финансового кризиса 2008–2009 годов. Тогда триггером послужили выявленные случаи манипулирования механизмом установления ставок по основным процентным индикаторам денежного рынка по необеспеченным сделкам межбанковского кредитования, так называемым индикаторам IBOR (Interbank Offered Rate).

Предполагается, что безрисковые эталонные процентные индикаторы, указанные в новом перечне, будут приме-

няться в качестве показателей, альтернативных ставке LIBOR и другим индикаторам, подлежащим замене в рамках глобальной реформы финансовых индикаторов.

Банк России рекомендовал завершить переход на новые эталонные индикаторы к концу второго квартала 2021 года и обещает актуализировать их перечень по мере необходимости. □



---

Михаил Дмитриев

Президент партнерства «Новый экономический рост»

# В здоровом формате

**РАЗВИТИЕ ПЕНСИОННЫХ И СТРАХОВЫХ МЕХАНИЗМОВ С УЧАСТИЕМ СРЕДСТВ ГОСУДАРСТВА И НАСЕЛЕНИЯ ИМЕЕТ ПЕРСПЕКТИВЫ. НО ПОТРЕБУЕТ ПОЛНОГО ПЕРЕСМОТРА ПРЕЖНИХ ПОДХОДОВ**

Президент партнерства «Новый экономический рост» Михаил Дмитриев рассказывает Ирине Слюсаревой, какими последствиями чревата избыточно жесткая политика минфина; почему важно существенно поддержать малый и средний бизнес из наиболее уязвимых секторов экономики; а также объясняет, почему возврат к старому формату накопительной пенсионной системы невозможен.

Фотографии Павел Перов

— Михаил Эгонович, какие основные факторы сейчас действуют в мировой экономике?

— Главная проблема — скорость восстановления спроса в мировой экономике. Наибольшие риски сейчас связаны с возможностью новой волны инфекции коронавируса осенью, которая может замедлить выход ведущих мировых экономик из рецессии. Хотя карантин в западных странах сейчас снимают, однако общее количество инфекций все еще растет, очаги перемещаются в страны третьего мира, и эта блуждающая опасность легко может вернуться в Америку и Европу осенью. Перспективы сдерживания пандемии путем вакцинации пока остаются неясными; равно как нет и эффективных лекарств, способных радикально уменьшить количество осложнений и смертей. Поэтому скорость восстановления мирового спроса остается непонятной. Спрос более-менее восстановился в Китае, но в развитых странах, которые генерируют

большую часть глобального спроса, ситуация под большим вопросом. Спад очень глубок и краткосрочные перспективы остаются на сегодня неопределенными.

Проблемы в мировой экономике только начинаются. Причем неважно, будет ли осенью новая волна коронавирусной инфекции, которая повлечет за собой дополнительное падение спроса. И если второй волны не будет вовсе, это тоже не будет иметь особенно большого значения. Главная проблема заключается в том, что восстановление спроса — особенно потребительского — будет не таким быстрым, как многие надеялись еще недавно. Масштабы разрушения бизнесов, особенно в сфере услуг, пока остаются неясными. Возросшая безработица может очень сильно сдерживать восстановление доходов и потребления населения.

Но главная проблема, пожалуй, состоит в том, что ради попыток быстрого стимулирования и

восстановления экономики после конца острой фазы эпидемий большинство развитых стран прибегли к мерам количественного смягчения, беспрецедентным по масштабам.

Эта проблема останется с развитыми экономиками очень надолго. Реально страны Европы уже находятся в зоне отрицательных процентных ставок и,

**Не исключено, что темпы роста американской экономики после этого кризиса дополнительно затормозятся. Если ЕС ждет стагнация, то США — еще более низкий рост, чем до кризиса.**

по сути дела, это равнозначно ловушке ликвидности: дальнейшее смягчение денежного предложения уже не может помочь экономическому росту, а выйти из этого состояния оказывается очень трудно. Потому что объемы совокупного государственного и частного долга резко возросли, любой рост процентных ставок может привести к волне банкротств в частном секторе и к дефолтам суверенного долга (например, в странах Южной Европы). Следствием этого будет и дополнительное торможение долгосрочного роста. Такая ситуация в принципе неблагоприятна для продолжения устойчивого роста экономики. Особенно это касается ЕС, где на описанную ситуацию накладывается перспектива длительного периода снижения численности экономически активного населения, — это означает, что развитие ЕС переходит к японскому сценарию двадцатилетней давности. То есть, очень низкие темпы инфляции, стагнация совокупного спроса, стагнация предложения на рынке труда, стагнация инвестиций и, возможно, нарастание трудностей в наиболее уязвимых экономиках, имеющих большие уровни долга и оказавшихся в состоянии спада или стагнации еще до начала пандемии

— например, итальянской и греческой. Так что на самом деле перспективы роста развитых стран после этой рецессии остаются очень проблемными. И России надо это учитывать, поскольку эти перспективы тесно связаны с перспективами дальнейшего развития отечественной экономики за счет экспортного потенциала.

На сегодняшний день такие перспективы очень ограничены.

— Заливание экономик ликвидностью приведет в Европе (особенно в Южной Европе) к существенным экономическим проблемам. А что в этом плане можно сказать о США? Может ли Америка попытаться экспортировать свои проблемы, свои долги?

— Скорее всего, США останутся чистым импортером капитала и эта ситуация вряд ли изменится в близкой перспективе. Но характер проблем американской экономики отличается от европейских, пожалуй, только в одном, — а именно в том, что в Америке гораздо более динамичный рынок труда. Там нет ситуации сжатия экономически активного населения в силу низкой рождаемости, поэтому такого сдерживающего влияния на экономику со стороны демографических факторов, как в Европе, не будет. Проблемы американской экономики состоят в том, что политика экономического смягчения порождает дополнительный дисбаланс с точки зрения динамики спроса в экономике, спроса потребительского, от которого прежде всего и зависит в Америке долгосрочный экономический рост. Накачивание экономики деньгами при низких ставках приводит к тому,

что избыточная ликвидность попадает прежде всего в спекулятивные пузыри (в первую очередь — на фондовом рынке). Это сопровождается нарастанием неравенства в потреблении и уровне жизни. Потому что свыше 90% финансовых активов в Америке приходится на верхние 10% населения. Именно они выигрывают от политики количественного смягчения, но их потребление растет медленнее, чем доходы, поскольку они много сберегают. А у 90% населения возможности наращивания потребления и перспективы роста доходов ограничены медленным ростом их доходов. Это происходит, в том числе, потому, что в экономике создается не так уж много высокооплачиваемых рабочих мест, а оплата малоквалифицированных работников уже давно стагнирует. Это, в свою очередь, ограничивает совокупный спрос в экономике. Так что и американская экономика после завершения восстановительного периода вряд ли сможет расти даже теми весьма скромными темпами, которые наблюдались во время предыдущего длительного подъема. Не исключено, что темпы роста американской экономики после этого кризиса дополнительно затормозятся. Если ЕС ждет стагнация, то США — еще более низкий рост, чем до кризиса.

— Но это все-таки будет рост.

— Темпы роста ВВП, скорее всего, будут в Америке положительными. Но никто не ждет экономического чуда.

— Повлияют ли на состояние американской экономики текущие политические события внутри страны?

— Все эти события влияют только на очень краткосрочную оценку конъюнктуры. Главным фактором ожиданий по-прежнему остается эпидемия коронавируса: темпы выхода из карантина и возможность избежать дополнительных карантинных мер осенью. Это доминанта, от которой зависит развитие американской экономики в краткосрочной перспективе.





— Что будет с экономикой Китая? И что теперь будет с сюжетом противостояния КНР и США, которое одно время как бы затихло? — Я думаю, что пандемия окажет долгосрочное негативное влияние на китайскую экономику и перспективы её развития. Реально пандемию можно считать водоразделом между двумя зонами — зоной устойчиво быстрых темпов роста и зоной темпов намного более медленных. Примерно то же самое произошло с предыдущим поколением «азиатских тигров» после азиатского кризиса конца 90-х годов. До кризиса они развивались быстро, дальше их развитие тоже не прекратилось, но его темпы оказались намного

ниже. Китай сейчас оказался в той же ситуации, поскольку очевидно, что он не сможет дальше развиваться по старой модели наращивания экспорта продукции обрабатывающей промышленности. Придется полностью сменить модель экономического роста. И в любом случае развитие Китая все больше будет ориентироваться на собственные внутренние возможности, в то время как степень взаимодействия с экономикой остального мира уменьшится, как это, собственно, уже происходило на протяжении последних нескольких лет. Безусловно, на сюжет противостояния с США это тоже повлияет. Это противостояние приобрело

затяжной позиционный характер и будет продолжаться вне зависимости от того, кто станет следующим президентом США, поскольку эти две державы вступили в период долгосрочной холодной конфронтации. Противостояние будет влиять на торговлю, так что перспектив развития торговли между Китаем и Северной Америкой остается не так много. Скорее всего, те же проблемы ожидают Китай в отношениях с Европой. Европа остается основным торговым партнером Китая. Но и здесь из-за стагнации европейской экономики и из-за того, что европейские компании сейчас подтягивают цепочки добавленной стоимости внутрь ЕС и ближе

к своим границам, торговля с Китаем утратит свой динамизм.

Роль Китая в международных отношениях и мировой экономике вряд ли будет столь значительной и амбициозной, как рассчитывал Китай в период, когда формировал стратегию развития Нового шелкового пути.

— Но сам-то Новый шелковый путь все-таки будет развиваться как проект?

— Скорее всего, да, — поскольку масштабы торговли в этой географической зоне все равно будут очень значительными. Но они утратят докризисную динамику. И само развитие Нового шелково-

русской экономики. И это позволит России, избежать более глубокого спада. Во всяком случае, пока есть признаки того, что спад российской экономики оказался ниже, чем у других развитых стран. Во многом это произошло благодаря тому, что у нас меньше предоставлена сфера услуг, которая оказалась наиболее уязвимой к карантинным ограничениям.

Соответственно, при благоприятном сценарии спад российской экономики в этом году может оказаться меньше 4%, что очень неплохо по меркам Европы и США.

При благоприятном сценарии спад российской экономики в этом году может оказаться меньше 4%, что очень неплохо по меркам Европы и США. В случае второй волны спад в российской экономике в этом году может превысить 5%.

го пути и его инфраструктуры вряд ли будет иметь такое большое значение для самого Китая, как он на это надеялся.

— А что можно сказать по поводу нашего собственного российского экономического роста и его перспектив в этом году?

— В этом году ситуация в России очень похожа на ситуацию большинства развитых стран. То есть, пик падения мы прошли в апреле, но перспективы восстановления зависят от того, ждет ли нас вторая волна коронавируса. От этого зависит не только внутренняя ситуация, но и мировой спрос на энергоресурсы. И если осень окажется неблагоприятной для развитых стран, то, разумеется, это негативно скажется на ценах на нефть. Естественно, в сценарии, где мы предполагаем, что осенней вспышки пандемии не будет, можно ожидать, что цены на нефть к концу года достигнут уже 50 долларов за баррель (а может, и больше), что, естественно, будет очень хорошим сигналом для

Цена на нефть имеет значение еще и в том плане, что от неё зависит дефицитность/профицитность бюджета. Мы знаем, что при цене выше 42 долларов за баррель доходы от «превышения» уходят в ФНБ.

Но на фоне роста угрозы второй волны пандемии этот сценарий кажется все менее вероятным. В случае второй волны спад в российской экономике в этом году может превысить 5%.

— Но если бы цена на нефть достаточно долго находилась на уровне ниже цены отсечения, то где разумно занимать деньги для финансирования дефицита бюджета, каким образом?

— Бюджетный дефицит сейчас не составляет труда монетизировать. Темпы внутренней инфляции очень низкие, в мае они даже еще снизились, в том числе прошло снижение цен на ряд продовольственных товаров. Все это говорит о том, что ЦБ может проводить очень мягкую денежную политику, продолжить снижение процентных

ставок. Эта ситуация благоприятна для бюджетных заимствований на внутреннем рынке, выходить на внешние рынки нет никакой необходимости — с учетом того, что это порождает волатильность. Возникают риски и оттока капитала с российского рынка, и массовых распродаж инструментов российского долга. Поэтому вполне можно заимствовать на внутреннем рынке, ЦБ реально может монетизировать значительную часть этого долга для поддержания спроса. Но в принципе у банковского сектора пока достаточно ликвидности, чтобы активно покупать такого рода инструменты. И дополнительные заимствования в пределах 2-3 триллионов рублей свыше первоначальной программы заимствований этого года — вполне реальная задача. При таких объемах заимствований Минфину будет несложно сохранить значительную часть ФНБ в качестве резерва на случай дальнейших неблагоприятных событий в конце этого года или на будущий год.

Тем более, что Минфин пока проводит избыточно жесткую политику. Я бы сказал — неоправданно жесткую политику, которая наносит большой ущерб российскому малому и среднему бизнесу, наиболее пострадавшему от пандемии, поскольку он действует в наиболее уязвимых секторах экономики.

— Можно об этом подробнее?

— Если мы посмотрим на предварительные данные об исполнении бюджета, то увидим, что бюджет за четыре месяца, с января по апрель, был сведен с профицитом. Даже в апреле, в разгар пандемии, он имел профицит в 133 млрд рублей — это полное безумие. И если мы посмотрим на реальную политику министерства финансов, то по масштабам совокупных антикризисных мер Россия, по оценкам агентства Фитч, занимает сейчас 16 место в большой двадцатке. А по размерам антикризисных бюджетных расходов и обязательств в процентах к ВВП мы

(по данным МВФ) находимся на 33-м месте в мире после Пакистана, Индии и Филиппин, — стран гораздо более бедных, чем Россия. Это говорит о том, что наше правительство не предпринимает достаточных мер для смягчения тяжелых последствий карантинных ограничений. Многим секторам экономики необходима дополнительная поддержка

Следовало бы в более полном объеме реализовать те меры поддержки, которые уже были заявлены. Например, в отношении льготных кредитов, которые сперва предоставлялись по ставке 4%, а теперь — по ставке 2%, существует проблема обременительных ограничений, которые не позволяют большинству компаний

нения 90% штатной численности, как выяснилось, требуется сохранять не только численность занятых на постоянной основе, но и работников на краткосрочных контрактах, включая сезонных. Для многих бизнесов это требование в принципе невыполнимо. И то, что были установлены дополнительные искусственные бюрократические ограничения, свидетельствует прежде всего о том, что Минфин и правительство не хотят направлять на поддержку малого и среднего бизнеса много средств. Но, как я уже сказал, эта скупость может обернуться негативными долгосрочными последствиями, прежде всего негативными структурными сдвигами, ведущими к ослаблению конкуренции.

Следует переходить от льготного кредитования оборотных средств к кредитованию проектов развития. Лучше всего (с учетом рисков, накопившихся в ходе кризиса) для этого подходит модель венчурного финансирования при поддержке государства.

в силу асимметричного характера воздействия кризиса на различные сектора экономики. В наибольшей степени от кризиса страдают несырьевые сектора, компании малого и среднего бизнеса, которые, собственно, и создают конкурентную среду в сфере услуг. И эти компании оказались в очень тяжелом положении. По данным мониторинга, проведенного в мае по инициативе бизнес-омбудсмена Бориса Титова, свыше 60% этих компаний оценили шанс своего выживания в 50% и ниже. В результате такого асимметричного влияния кризиса произойдет существенное возрастание доли государственных крупных компаний и уменьшение конкуренции, снизится доля частного сектора. Все это крайне негативно скажется на долгосрочных перспективах российской экономики.

В этом я вижу наиболее важные проблемы, связанные с нынешней ультра-жесткой бюджетной политикой Минфина. На мой взгляд, она крайне вредна для российской экономики не только в краткосрочном, но и в долгосрочном плане.

— Какие меры сейчас следовало бы принять для помощи сегментам малого и среднего бизнеса?

воспользоваться этой возможностью. Первая волна кредитов предполагала слишком жесткие ограничения по видам деятельности, для которых доступны кредиты. Позиции, задекларированные в соответствии с Общероссийским классификатором видов экономической деятельности (ОКВЭД), у малого и среднего бизнеса очень редко совпадают с их реальной деятельностью. Так что нужны другие критерии оценки для того, чтобы определить, попал ли бизнес в сложную ситуацию или нет. Все это намного проще оценивать по динамике выручки компании, а такого рода данные у налоговых органов имеются в ежемесячном режиме. В результате первоначально заявленные объемы кредитов так и не дошли до конечных получателей. Во второй волне льготных кредитов появились свои бюрократические проблемы. Среди них — риски резкого повышения банками первоначальных процентных ставок в случае несоблюдения условий по сохранению численности занятых, а также завышенные требования к сохранению докризисной занятости. Чтобы получить освобождение от возврата кредита при условии сохра-

Что касается дальнейших мер, то, как мне кажется, в экономическом плане очень важна продуманная программа поддержки развития, направленная на наиболее пострадавшие области экономики. По мере выхода из кризиса многие малые и средние предприятия будут лишены доступа к кредитам на развитие и не смогут воспользоваться возможностями, которые откроет оживление спроса. В этих условиях следует переходить от льготного кредитования оборотных средств к кредитованию проектов развития. Лучше всего (с учетом рисков, накопившихся в ходе кризиса) для этого подходит модель венчурного финансирования при поддержке государства и институтов развития. Во многих случаях такое финансирование может предоставляться под залог участия в собственности компаний. Только что заявлено о том, что будет инициирован новый национальный проект, четырнадцатый по счету, связанный с развитием туризма. На мой взгляд, это очень перспективный и правильный подход, поскольку как раз именно в туризме непропорционально широко представлены компании малого и среднего бизнеса. Это очень конкурентная среда и развитие



этой отрасли эквивалентно развитию конкуренции в стране. Кроме того, у этого сегмента очень велики перспективы быстрого отскока. Поддержка бизнеса в секторах, которые сильнее всего провалились в кризис, дает шанс на очень быстрый отскок после кризиса. Именно это произошло в 2018 году, когда сегменты индустрии гостеприимства дали наибольший скачок выпуска в момент возобновления роста экономики после предыдущего кризиса. Сейчас уровень этого отскока мог бы быть намного выше. Но после глубокого кризиса большинство компаний малого и среднего бизнеса не кредитоспособны и банки не будут

предоставлять им кредиты на нормальных условиях.

Активные программы поддержки развития малого и среднего бизнеса в этих секторах — одно из важнейших условий быстрого восстановительного роста российской экономики в здоровом формате. То есть в формате, который позволяет быстро восстановить малый и средний бизнес и не потерять конкурентную среду там, где она уже сложилась.

— А можно ли оценить влияние пандемии на крупный бизнес?

— Что касается крупного бизнеса, то здесь нас вряд ли ждут какие-то необратимые последствия. Промышленность подверглась вли-

янию кризиса гораздо меньше, чем сфера услуг. Падение промышленности год к году в мае было меньше 10%, в то время как услуги снизились на 40%. В промышленности провал, сопоставимый с отраслями услуг, наблюдался только в автопроме. А некоторые области — пищевая промышленность, производство лекарств, медицинского оборудования и изделий — даже выиграли. Например, производство лекарств выросло на 22%, а химических продуктов — на 4,4%. Поэтому крупная промышленность в целом, в отличие от сферы услуг, вряд ли серьезно пострадает. У добывающих отраслей, безусловно,

возникли проблемы, но у них велики резервы, степень устойчивости и кредитоспособность. Их привлекательность как заемщиков для банков остается в силе. Они смогут получить необходимые ресурсы для продолжения инвестиций там, где это потребуется после возобновления экономического роста и стабилизации ситуации на сырьевых рынках.

Что касается крупных инфраструктурных компаний, то, во-первых, спад для них был не так глубок, как для остальной экономики, во-вторых, они, за исключением пассажирских перевозок, избежали карантинных ограничений, а во-вторых, они первыми почувствуют на себе восстановление экономической активности. Тут трудно говорить о тяжелых негативных последствиях. В некоторых сегментах, таких как телекоммуникации и железнодорожные контейнерные перевозки, наблюдался рост. Например, железнодорожный контейнерный трафик, по некоторым оценкам, вырос примерно на 20%.

Таким образом, текущий кризис — прежде всего кризис малого и среднего бизнеса, который оказался в катастрофической ситуации и нуждается в наиболее серьезной поддержке.

Кризис, как мне кажется, очень сильно повлияет и на долгосрочные перспективы роста российской экономики. Прежде всего, он накладывает дополнительные ограничения на перспективы роста выручки от экспорта углеводородного сырья. В отношении нефти главная проблема состоит в том, что этот кризис дополнительно усилил роль тех видов деятельности, которые базируются на удаленных и цифровых форматах. А это значит, что дополнительный рост транспортных услуг на единицу прироста ВВП будет ниже, чем ожидалось до кризиса. Иными словами, спрос на моторное топливо будет расти еще медленнее, чем ждали до коронавируса. И уже сейчас говорят, что

мировое потребление нефти приближается к своему историческому пику. Потребление угля этот пик уже прошло; пандемия, скорее всего, поставила окончательную точку на росте угольной энергетики. Это значит, что российские стратегии наращивания экспорта каменного угля в Азию повисают в воздухе. Что касается моторного топлива, то здесь перспективы тоже значительно ухудшаются. Попытки и дальше основывать развитие российской экономики на нефтегазовом экспорте являются тупиковым сценарием. Этот сценарий не позволит поддерживать сколь угодно приемлемые темпы роста российской экономики на долгосрочную перспективу.

— **Каковы перспективы российской пенсионной системы? Куда она может развиваться и куда должна?**

— Строго говоря, в нынешних условиях она находится в институциональном тупике.

Старая модель обязательной накопительной системы, к созданию которой я и многие мои коллеги приложили немалые усилия в начале двухтысячных, была фактически разрушена в период между двумя предыдущими кризисами. На мой взгляд, разрушена необоснованно. Соответственно, перспективы развития накопительной составляющей пенсионной системы (потребность в которой не уменьшается, поскольку население продолжает стареть) зависят от того, насколько возможна глубокая институциональная перезагрузка этой системы. Иными словами, обществу невозможно просто предложить вернуться в старый вариант. Это вряд ли будет востребовано и населением, и элитами, и бизнесом.

А перспективы перезагрузки пенсионной системы в новом формате, на мой взгляд, сейчас возможны только с учетом изменившегося после пандемии общего социального климата.

Эти изменения заключаются, прежде всего, в том, что фокус общественного

внимания смещается с социальной защиты на систему здравоохранения, которая тоже сталкивается с проблемами старения населения. И, на мой взгляд, предлагать обществу масштабные решения, которые позволили бы придать новый импульс формированию пенсионных накоплений, можно, только если вся повестка будет расширена и включит в себя также систему здравоохранения и дорогостоящего ухода за пожилыми и тяжелобольными гражданами.

— **О каком расширении речь?**

— Реально обществом скорее будут востребованы подходы, в рамках которых государство сможет предложить не только (даже не столько) накопления на поддержание потребления в старости, сколько финансовые резервы, позволяющие покрыть большие непредвиденные расходы в связи с тяжелой болезнью и инвалидностью. Никакая накопительная пенсия не позволит получить доступ к дорогостоящим методам лечения, лекарствам и уходу, которые в настоящее время не финансируются системой обязательного медицинского страхования и социальной защитой. Между тем, эти передовые методы лечения нередко позволяют сохранить жизнь, предотвратить инвалидность, улучшить состояние здоровья самых разных слоев населения. Также многим тяжелобольным людям требуются немалые средства на дорогостоящий уход, который в настоящее время почти не финансируется государством. Пенсия не является подходящим инструментом для решения этих проблем.

— **Как эти механизмы могут быть устроены?**

— Такого рода механизмы могут сочетать элементы и пенсионного, и долгосрочного страхования жизни, а также элементы медицинского страхования — с акцентом на применение новых медицинских технологий. Мне кажется, что если после пандемии и будет что-то востребовано, то скорее

такие, гораздо более широкие подходы. Безусловно, их реализация в массовых масштабах потребует максимального использования мотивации с учетом поведенческих эффектов и гораздо более гибкого использования всех имеющихся источников финансирования.

Прежде всего, эти механизмы невозможно реализовать без системы дополнительных страховых платежей, которые софинансируют и работающие граждане, и государство.

**В принципе, у развития пенсионных и страховых механизмов с участием средств государства и населения есть определенные перспективы. Но это потребует комплексного пересмотра подходов, которые применялись ранее.**

Создание такой системы должно опираться на мотивацию с учетом поведенческих эффектов: автоматическая запись работников в систему при заключении трудового договора с правом последующего выхода из нее; низкий стартовый размер взносов и их автоматическое повышение до предельной ставки по мере роста зарплаты работника; государственное софинансирование, как минимум, в пропорции 1 бюджетный рубль на каждые 2 рубля взносов работников (или работодателей). Скорее всего, также надо будет рассматривать возможность использования более широких активов семьи для решения социальных и медицинских проблем. Например, речь может идти об запуске механизма обратной ипотеки, когда семьям сталкивается с катастрофическими расходами на дорогостоящее лечение, позволяющее спасти жизнь или предотвратить инвалидность кого-то из членов семьи. Обратная ипотека в случае, когда жильем владеют пожилые люди, осуществляемая под жестким

контролем государства с бюджетными субсидиями и с гарантией сохранения жилья за владельцами до самой смерти, позволяет существенно расширить финансовые возможности семей при решении катастрофических медицинских проблем.

Короче говоря, речь идет о гораздо более комплексной перезагрузке системы здравоохранения, страхования жизни и пенсионного страхования. Которая позволит, во-первых, аккумулировать гораздо большие ресурсы на

эти цели при государственном софинансировании, а во-вторых, расширить диапазон возможного использования этих средств в зависимости от общественного спроса, который все активнее переориентируется в область медицинских услуг, особенно высокотехнологичных, многие из которых на бесплатной основе практически недоступны.

И наконец, последнее: все это может быть реализовано только при учете реальной мотивации и готовности массовых групп населения в этом участвовать. Мы в рамках многолетнего проекта Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ уже второй год ведем специальные социологические исследования, которые посвящены оценке готовности населения участвовать в такого рода программах. Сейчас как раз заканчиваем очередной раунд таких исследований. Предыдущая волна была пилотной, нерепрезентативной, но она очень обнадеживала. Прошлогодний опрос с применением

методологии дискретного выбора (она как раз используется для определения готовности людей софинансировать разного рода социальные программы) показал, что реальная готовность людей софинансировать долгосрочные накопления (в том числе, на использование передовых медицинских технологий) позволяет практически удвоить бюджет российского здравоохранения. Особенно если к этому удастся подключить и механизмы обратной ипотеки, к которым уже сейчас проявила интерес треть опрошенных пенсионеров, а еще треть была готова их рассматривать для себя при условии повышения доверия к системе финансовых институтов, предоставляющих обратную ипотеку.

Так что, в принципе, у развития пенсионных и страховых механизмов с участием средств государства и населения есть определенные перспективы. Но это потребует комплексного пересмотра подходов, которые применялись ранее. ■



---

Сергей Титов

директор департамента денежного рынка Московской биржи

# В едином ликвидном стакане

## ПРЕИМУЩЕСТВА КЛИРИНГОВЫХ СЕРТИФИКАТОВ УЧАСТИЯ ОЧЕВИДНЫ, АНАЛОГОВ ЭТОМУ ПРОДУКТУ В МИРЕ НЕТ

Сергей Титов, директор департамента денежного рынка Московской биржи, объясняет Илье Викторову (PhD, исследователь Стокгольмского университета), чем отличается юридическая схема КСУ от пая ПИФа и как изменился рынок репо после того, как возможность работать на нем получили нефинансовые корпорации.

Фотографии из личного архива

---

— Сергей, каким образом на Московской Бирже возникла идея сделать клиринговый сертификат участия?

— Возникла идея предоставить участникам торгов возможность секьюритизации обеспечения, которое они отдают при совершении сделок репо, с правом его замены так же, как в операциях с корзиной ценных бумаг, но с участием центрального контрагента (ЦК). Схема такой сделки заключается в том, что участник, переводя имущество в пул обособленных активов, получает долю уже в этом пуле. Это своего рода аналог пая. Но юридическая суть этой сделки не вполне аналогична сути получения пая в ПИФе. При работе с паевым инвестиционным фондом инвестор вносит в фонд свое имущество и получает долю в нем, на этой стадии все похоже. Но дальше начинаются различия. После получения пая ПИФа его владелец теоретически может получить имущество других участников. Или его имущество может быть продано, трансформировано во что-то иное. Мы же

понимали, что участники торгов репо юридически хотели бы оставаться собственниками имущества, переведённого в пул.

— Почему это важно?

— Для того, чтобы получать все преимущества владения своими ценными бумагами: участвовать в голосованиях, получать купонные и дивидендные доходы. Существует, кроме того, проблема налогообложения доходов по репо. Она возникает, когда покупатель по первой части сделки репо, который юридически является акционером на «дату среза», должен передать дивиденды продавцу по первой части сделки репо, то есть изначальному владельцу. Что делать, если у контрагента налоговая ставка другая, если возникает проблема разницы налоговых статусов? Эта проблема существует на рынке репо достаточно давно. И вот таким изящным образом мы хотели её решить: чтобы участник юридически оставался владельцем тех активов, которые он перевёл в имущественный пул.

В этой схеме владелец конкретного актива получает те же голоса на собраниях владельцев, те же самые доходы, платить налоги по своей налоговой ставке. При этом он может получать рефинансирование под свой портфель ценных бумаг.

По этому вопросу мы общались и с саморегулируемыми организациями, и с Банком России. И совместными усилиями пришли к выводу, что было бы неплохо создать ценную бумагу особого типа, учитывающую указанные потребности участников денежного рынка.

**КСУ — это ценная бумага, которая не является ни акцией, ни облигацией; она удостоверяет право на получение имущества, которое собрано в пуле активов для сделок репо. Или, в особых случаях, право на получение номинальной стоимости сертификата участия в денежной форме**

В российском праве такой конструкции ранее не было. Наверное, и в мировом праве тоже: во всяком случае, мы аналогов не нашли.

КСУ — это ценная бумага, которая не является ни акцией, ни облигацией; она удостоверяет право на получение имущества, которое собрано в пуле активов для сделок репо. Или, в особых случаях, право на получение номинальной стоимости сертификата участия в денежной форме.

Для удобства операций мы определили номинал сертификата равным одному рублю, и стоимость его не меняется. То есть, когда участник переводит ценную бумагу в имущественный пул, то получает количество КСУ, равное оценке этой бумаги в рублях по рыночной стоимости, за вычетом определённых дисконтов. В итоге, если, допустим, я перевожу в пул ценную бумагу стоимостью 100 миллионов рублей, а при этом haircut составляет 10 %, то я получаю 90 миллионов КСУ, каждая стоимостью 1 рубль.

Таким образом, сама идея КСУ появилась как ответ на конкретные запросы рынка. Дальше разрабатывались уже технические детали, был реализован — опять же, совместно с Банком России — целый пакет законодательных инициатив.

— А было ли в то время понимание, что рынок КСУ может так вырасти, как это произошло реально?

— Мы понимали, что какую-то долю рынка сделок репо с центральным контрагентом этот продукт получит. Предполагали, что, возможно, эта доля

составит 10%, может быть, 20%. Но поскольку инструмент совершенно новый, то не все участники смогут быстро его имплементировать: требуется создать отдельный депозитарный учёт, отдельный бухгалтерский учёт, отдельный расчёт нормативов. И кто-то придет к этому быстро, а кто-то медленнее. Так и произошло. В феврале 2016-го года инструмент был запущен, но существенный рост произошёл только в 2017-м. Весь 2016-й год участники присматривались к новому инструменту.

— Кто сегодня является основными участниками рынка КСУ?

— Сейчас на рынке репо с КСУ присутствуют три группы участников. Основные участники — банки, также значительную часть рынка занимают брокеры, а сейчас появилась новая категория — корпоративные клиенты. В соответствии с российским законодательством, корпоративные клиенты не имеют прямого доступа к рынку репо, потому что это организованный рынок

ценных бумаг. На нем могут работать только компании, имеющие лицензию Банка России на операции с ценными бумагами. Чтобы допустить корпорации, мы создали отдельную точку входа. Биржа присваивает корпорации статус участника торгов и участника клиринга, — но не на рынке ценных бумаг, а на рынке депозитов. Корпорация размещает денежные средства на рынке репо с КСУ, но ценную бумагу при этом не получает.

— А куда девается ценная бумага?

— Ценная бумага остаётся у центрального контрагента. То есть со стороны корпорации получается беззалоговое размещение денег у центрального контрагента. Таким образом, корпорация получает возможность участия в рынке репо, но с некоторыми особенностями. В книге заявок на привлечение денежных средств могут стоять только банки и брокеры, — игроки, имеющие лицензии на операции с ценными бумагами. Но в верхней части стакана, где стоят заявки на размещение денежных средств, могут работать и участники рынка репо с КСУ, и участники рынка депозитов с ЦК. То есть, помимо банков и брокеров, доступ к размещению получают корпорации. При этом рынок получается целиком анонимный и открытый, все его участники видят одни и те же цены.

— А что это за корпорации?

— Не буду их называть, но это все крупнейшие российские эмитенты.

Сейчас рынок репо с КСУ занимает около 20% рынка биржевого репо. Внутри этого сегмента корпорации занимают от одной трети до половины, в зависимости от конъюнктуры.

— Насколько я знаю, аналога такому продукту нигде нет.

— Мы аналогов не нашли. Здесь Россия идёт впереди, имеет несомненные плюсы. Но также возникают определённые сложности. Россия, как вы знаете, старается соответствовать мировому законодательству в части

банковского регулирования. А в мировой практике повсеместно применяются Базельские стандарты, но в них ничего не говорится про КСУ. Это иногда вызывает дополнительные вопросы в расчёте нормативов внутри банков, которые пользуются этим инструментом.

— А насколько этот продукт известен в мировой профессиональной среде?

— Сейчас, как мне кажется, КСУ ещё не приобрел той известности, которую заслуживает. Но европейские коллеги пристально следят за развитием этого инструмента и вполне могут в скором времени что-то подобное внедрить у себя. На международных форумах по денежному рынку представители ISMA, Euroclear задают много вопросов, изучают детали. Преимущества КСУ очевидны. Сейчас на рынке репо с ЦК участник должен заключать сделку по каждой конкретной ценной бумаге в соответствующем стакане. Если он хочет параллельно сделать привлечение под другую бумагу (скажем, под другую ОФЗ), то должен открыть другой стакан. Там стоят другие заявки, может быть другая ликвидность, могут быть разные цены. Это неудобно.

Репо с КСУ решает эту проблему. Участник создает портфель разнообразных ценных бумаг, переводит его в имущественный пул и получает одну ценную бумагу. С этой бумагой, КСУ, он заходит в единый, очень ликвидный стакан. Потому что все участники, которые перевели в имущественный пул свои портфели активов и получили одну и ту же бумагу, торгуют в одном стакане. Стакан становится мегаликвидным. Причем все происходит онлайн. Перевел активы в пул, в ту же секунду получил КСУ. Следующая транзакция — одним кликом заключается сделка. И всё! Рефинансирование портфеля произошло. Можно заключить эту сделку на месяц, на год — и забыть.

— Меняется ли список обеспечения, принимаемого в имущественный пул?

— Раньше список был фиксированным. Сейчас по просьбе участников мы сделали его динамическим. Причем создали не один имущественный пул, а несколько.

Есть отдельный имущественный пул, в который принимаются только облигации наивысшего качества, так называемый «КСУ облигации». Есть отдельный пул акций. Есть отдельный пул ценных бумаг не самого высшего качества (там более жёсткие haircut'ы), туда принимаются и акции, и облигации из более широкого списка. И есть четвёртый пул — пул ОФЗ.

Список обеспечения стал динамическим. Новые ценные бумаги выпускаются постоянно, и сейчас, благодаря динамическому списку, у Московской Биржи уже есть возможность допускать их к торгам репо фактически в режиме онлайн.

— А кто принимает решения о допуске конкретной бумаги в имущественный пул, о размере haircut — сам НКЦ?

— Да, наш центральный контрагент имеет надёжную систему риск-менеджмента, собственные методики расчёта риск-параметров. При допуске бумаги как на торги, так и в имущественный пул оценивается ее ликвидность, срок погашения, кредитное качество эмитента, параметры выпуска, то есть целиком конкретный выпуск и в итоге назначается тот haircut, с которым он будет торговаться.

Оценки НКЦ обычно более консервативны, чем рыночные.

— На рынке репо с КСУ присутствует Федеральное казначейство?

— Теперь — да. Они подключились в конце прошлого года. Работают по той же схеме, что и корпорации. Федеральное казначейство имеет в своем распоряжении много инструментов, в том числе — депозиты с ЦК.

— Каково сейчас соотношение между биржевым и внебиржевым рынком репо?

— Это интересный вопрос, потому что соотношение можно считать разными способами: по объёму торгов или по открытой позиции. Разница в сроках сделок.

Недавно соответствующий обзор выпустила саморегулируемая организация НФА. Они сделали вывод, что по объёму открытых позиций биржевой и внебиржевой рынки приблизительно равны. Но по объёму торгов биржевой рынок занимает 80–90% от всего рынка репо. Это означает, что на ОТС сделки очень длинные: они заключаются на три месяца, на полгода. А биржевые рынки — это рынки управления текущей ликвидностью. Поэтому на бирже проходят большие объёмы сделок, около триллиона рублей в день. Но это в основном сделки овернайт, а также на сроки одна-две недели, максимум месяц.

Длинные сделки репо на внебиржевом рынке очень часто заключаются на базе взаимных договорённостей между участниками. Для того чтобы один участник дал другому деньги на полгода, у них должны быть устоявшиеся отношения. Это стабильный узкий круг контрагентов, знающих друг друга. Следует добавить, что такие сделки могут заключить друг с другом в основном крупные участники.

Биржевые сделки могут быть и на короткие сроки, и зачастую таковыми являются. Например, на биржу выходит компания для рефинансирования своей текущей деятельности. Это может быть брокер, который выдал маржинальный кредит своему клиенту. Сегодня он получает под этот кредит рефинансирование на рынке репо, завтра клиент закрыл свою маржинальную позицию, и брокер закрывает свою сделку репо. Банки тоже дают друг другу ликвидность на условиях овернайт. Такое управление ликвидностью происходит каждый день, идет ее постоянное перераспределение. И именно на основе этих сделок формируются референсные



ставки. Чем больше сделок происходит, тем более репрезентативна ставка.

Поэтому оценивать рынок репо — его ликвидность, его объём — наверное, все же правильней по объёму заключаемых сделок.

— То есть биржевой рынок и ОТС выполняют в финансовой системе разные функции?

— Да. Оперативное управление ликвидностью, money market, — это всё же биржевой рынок репо, а долгосрочное финансирование — внебиржевой.

Крупные компании зачастую имеют свой портфель ценных бумаг, в которых держат оперативную ликвидность.

В КСУ все кладут активы в один имущественный пул и получают одинаковую ценную бумагу. Таким образом, качество ценной бумаги на операции не влияет, качество контрагента тоже не влияет, потому что это всегда — центральный контрагент.

Получать рефинансирование под этот портфель они предпочитают с помощью сделок репо. Это и банку удобно: если банк выдает кредит под залог ценных бумаг, то в случае невозврата ему необходимо проводить определённые судебные процедуры, чтобы реализовать залог. В сделке репо этого не происходит: если кредитору не вернули деньги по сделке репо, он может продавать залоговые ценные бумаги хоть на следующий день. Сделка репо зачастую удобнее, чем классический депозит-кредит, удобнее даже в отношениях клиент-банк вне биржи. Поэтому мы видим рост этого рынка.

Кроме того, расширяется инструментарий денежного рынка: мы активно разрабатывали новые продукты, модернизировали репо с ЦК, запускали валютное репо, добавляли новые ценные бумаги. Развивали и технологии: режимы торгов, условия клирингового обслуживания для операций репо. Рынок рос и из-за этих новаций, естественно.

— Какой индикатор является базовым для рынка репо и денежного рынка?

Это мой практически любимый вопрос (*смеётся*). Есть очень ликвидный инструмент денежного рынка — репо с КСУ. Там, как уже сказано, реализован единый ликвидный стакан, там самые узкие спреды, а также широкий круг участников: банки, брокеры, корпорации (то есть, конечные клиенты банков и брокеров). Торгующие в этом стакане участники имеют одинаковую цену для всех. Кроме того, это анонимный и унифицированный стакан. В КСУ все кладут активы в один имущественный

пул и получают одинаковую ценную бумагу. Таким образом, качество ценной бумаги на операции не влияет, качество контрагента тоже не влияет, потому что это всегда — центральный контрагент. Это полностью открытый прозрачный рынок. Такой рынок — идеальное место для создания самой правильной референсной ставки.

Вот мы и создали такую ставку в апреле 2019 года. И назвали ее RUSFAR — Russian Secured Funding Average Rate. Это средневзвешенная ставка стоимости обеспеченных денег в России. Индикатор рассчитывается на базе репо с КСУ, самого ликвидного и эффективного сегмента российского денежного рынка. Более 200 участников формируют рыночные ставки в анонимном безадресном режиме, котировки поддерживают более 20 маркетмейкеров. Ежедневно считается целая кривая ставок: есть стаканы овернайт, недельный, двухнедельный, на один месяц и на три месяца. Публикуется кривая этих ставок

на сайте [gusfar.ru](http://gusfar.ru). Ставка RUSFAR считается на основе сделок в стакане и заявок. Естественно, сделкам отдаётся приоритет. Но даже ставка, которая посчитана с использованием заявок, лучше, чем методика LIBOR. Потому что ставка LIBOR считается опросным методом, банки зачастую не обязаны делать сделки по ней. Заявки в биржевых стаканах — твёрдые котировки, по которым в любой момент может пройти сделка.

Ставка одобрена и специальным комитетом по индикаторам и ставкам при НФА, и участниками рынка. Мы уже создали на ставку RUSFAR процентные свопы (Overnight Index Swap) и фьючерсы на рублёвую и на долларовую ставку RUSFAR овернайт на срочном рынке. Есть долларовый стакан репо с КСУ. Поэтому мы с вами теперь имеем возможность на ежедневной основе следить за тем, сколько стоят доллары в России.

— Кому нужны сделки репо с КСУ именно в валюте?

— На рынке репо доллары привлекают и брокеры, и банки. И те, и другие привлекают доллары для рефинансирования своих позиций — например, для рефинансирования активов, номинированных в валюте; для рефинансирования клиентских портфелей. Многие клиенты в России покупают еврооблигации, номинированные в долларах. Для рефинансирования этих портфелей игроки привлекают доллары на рынке репо. Под еврооблигации на рынке Московской Биржи можно получить рефинансирование и в рублях, и в валюте.

— Ставка RUSFAR на межбанковском рынке уже стала лидирующей?

— Пока нет. Из-за инерции, конечно же. Мы не собираемся конкурировать с RUONIA. RUONIA — это ставка, которая считается по необеспеченным сделкам. Наша ставка — это ставка обеспеченных денег. В качестве индикатора обеспеченных ставок в России RUSFAR — лучшая ставка, это признают все.

Используется ли RUSFAR активно для, например, кредитования банками своих клиентов по плавающей ставке?

Пока что ещё нет. Пока что этой ставкой пользуются только профессиональные участники: при торговле фьючерсами, свопами overnight, процентными деривативами. Прошло еще очень мало времени. Ведь для того, чтобы помянуть, скажем, долгосрочные договоры с клиентами, нужно время: в этих договорах часто прописана ключевая ставка. В России многие банки кредитуют своих клиентов в привязке к ключевой ставке Банка России. Какие-то сделки совершаются под ставку Mosprime. А ставка Mosprime, участники рынка это признают, уже теряет свою актуальность. Она считается как раз опросным методом. Поэтому в том числе и Банк России сейчас думает, на какую же ставку в итоге ориентироваться.

Мы думаем, что, наверное, самый правильный путь для участников рынка — ориентироваться на два индикатора — ставку необеспеченных денег RUONIA и ставку обеспеченных денег RUSFAR.

— **Всё-таки на рынке репо с КСУ доминируют самые короткие сделки, овернайт. Вы стремились как-то их продлить?**

— Именно этим и занимаемся. Мы развиваем процентные деривативы на ставку RUSFAR, создали фьючерсы на эту ставку, — все это для того, чтобы участникам было удобнее управлять своим процентным риском на более длинном горизонте. Кроме того, мы ставим в стаканах репо с КСУ маркет-мейкеров на длинные сроки, вплоть до трёх месяцев. Это означает, что сделки все больше и больше удлиняются именно в сегменте КСУ.

— **Почему так происходит?**

— В том числе из-за самого инструмента. Потому что, например, если участник хочет получить рефинансирование под какую-то конкретную ценную бумагу и отдает ее в обычное репо на месяц, но вдруг возникает потребность эту бумагу

продать или отдать, то сделать это невозможно. В репо с КСУ такой проблемы нет. Если участник внес в пул обеспечения какую-то ценную бумагу и она ему вдруг понадобилась, то он переводит в пул другую бумагу, а нужную забирает. И жизнь продолжается. Клиринговый сертификат участия как раз создан для того, чтобы заключать более длинные сделки и при этом иметь возможность замены обеспечения по этим сделкам онлайн.

**Мы думаем, что, наверное, самый правильный путь для участников рынка — ориентироваться на два индикатора — ставку необеспеченных денег RUONIA и ставку обеспеченных денег RUSFAR.**

— **Каковы сроки самых длинных сделок?**

— Проходят сделки на три месяца, даже на полгода. Можно и на год сделать сделку, но это пока скорее экзотика. На полгода несколько сделок уже заключалось.

— **Зачем вы удлиняете сроки сделок?**

— Мы бы хотели развить кривую ставок для сделок разной длины, не только сделок овернайт. Нужно понимание, сколько стоят в России деньги на два месяца, на три месяца. С появлением кривой RUSFAR такое понимание начинает появляться. Банку России тоже нужны соответствующие индикаторы для прогнозирования денежно-кредитной политики.

Кроме того, удлинение ставок всё-таки говорит о том, что у людей появляются среднесрочные планы управления ликвидностью. Это же хорошо!

— **Если RUSFAR находится значительно ниже/выше ключевой ставки Банка России, то что это означает? О чём сигнализирует?**

— Если рыночная ставка становится значительно выше ключевой, это означает, что в системе не хватает денег. Игроки начинают занимать и, естественно, тем самым стимулируют рост ставок. Если же ликвидности в системе много,

то игроки свои ресурсы более агрессивно размещают, — и, естественно, дают ставку вниз, на значения ниже ключевой. Поэтому Банк России может по значению рыночной ставки понять, что делать: надо ли изъять лишнюю ликвидность с рынка или, наоборот, добавить ее. Если банку срочно нужны деньги, и на рынке он, допустим, не сможет их взять, то всегда может привлечь деньги через операции репо с Банком России, по ставке, на один процентный пункт

выше ключевой ставки. А по ставке, на один процентный пункт ниже ключевой, банки могут деньги в Банке России разместить.

Если рынок прижимается к верхней границе, то Банк России понимает, что ликвидности не хватает: может быть, стоит провести аукцион, разместить деньги в репо. Если ставка уходит ближе к нижней границе, то Банк России понимает, что ликвидности много, поэтому может изъять лишнюю ликвидность с рынка, выпустив краткосрочную облигацию Банка России, например. Это операции денежно-кредитной политики. Для их проведения регулятору важно иметь возможность ориентироваться на соответствующие ставки рынка.

— **Ставки RUONIA для Банка России недостаточно?**

— Динамика ставки RUONIA очень похожа на динамику ставки RUSFAR. Но по методологии RUONIA — это ставка, которая считается, исходя из нужд самых крупных банков. По ней привлекаются необеспеченные деньги, без участия центрального контрагента. Ставка RUSFAR формируется всеми игроками. Любой участник торгов может зайти в



стакан КСУ и заключить сделку. То есть RUSFAR формируется рынком, тогда как RUONIA — лишь кругом самых крупных участников. Поэтому методологически Банку России, наверное, стоит учитывать и одну ставку, и другую.

— Какую роль играют оценки рейтинговых агентств: и российских, и международных, при допуске бумаг тех или иных эмитентов в имущественный пул? Национальный клиринговый центр учитывает рейтинги?

— Конечно. Как я уже говорил, при допуске бумаг в имущественный пул (неважно, к междилерскому репо или к репо с ЦК, или репо с КСУ) оценивается ликвидность бумаги, срок ее погашения, объем выпуска, рейтинг. Небольшой вы-

пуск (скажем, на 500 миллионов рублей) вряд ли будет допущен, — во всяком случае, к нему будет применен изрядный haircut. Если же выпуск большой и он ликвиден, то, скорее всего, haircut по нему будет невысоким. Бывает, отдельный выпуск рейтингуется лучше, чем эмитент в целом.

Сейчас нормативное регулирование дает НКЦ возможность принимать самостоятельные решения. Нет жёсткого отсечения по рейтингу: условия, что в пул следует допускать бумаги не ниже конкретного значения рейтинга. НКЦ должен сам решать, насколько выпуск хорош с точки зрения его собственного риск-менеджмента. Выпуски с низким

рейтингом, конечно, не берутся. Также НКЦ считает свой внутренний рейтинг, он тоже учитывается. В итоге принимается комплексное решение.

— Риски участников рынка на рынке репо с центральным контрагентом снимает сам НКЦ. Но вот случается форс-мажор, глобальный кризис, например. Или рост дефолтов по корпоративным облигациям. Что делается в таком случае?

— У НКЦ в этой связи не было проблем.

Haircut'ы по определенным бумагам сразу очень сильно увеличиваются: если у бумаги рейтинг не очень высокий или если наш риск-менеджмент увидел, что эмитент этих бумаг испытывает определенные проблемы. В такой ситуации

центральный контрагент может взять обеспечение из других активов этого участника торгов. Чтобы сделать сделку с одной ценной бумагой, участник чаще всего обеспечивает эту сделку другими ценными бумагами хорошего качества. Поэтому даже если какие-то ценные бумаги испытывают проблемы и участник получает соответствующее маржинальное требование, он может заменить эту бумагу более качественной. В случае же, если участник не согласится, НКЦ имеет право продать его обеспечение и компенсировать свои потери. Поэтому даже в 2014-м году у НКЦ не было проблем с бумагами, прошедшими через дефолт, благодаря качественной системе риск-менеджмента.

В 2008-м году кризис доверия на рынке репо, действительно, привёл к колоссальным негативным последствиям. Но тогда на денежном рынке не было центрального контрагента. Тогда как кризис в 2014-м году привёл лишь к тому, что лимиты участников друг на друга закрылись. Но массового кризиса неплатежей в 2014-м году не было, потому что большинство сделок проходило через центрального контрагента, что обеспечило надежное функционирование системы перераспределения ликвидности между участниками биржевого рынка.

— Но ведь есть еще риски, которые центральный контрагент взял на себя?

— У НКЦ нет необеспеченных лимитов ни на кого из участников. Правила НКЦ таковы, что, чем крупнее участник, тем больше обеспечения ему приходится держать. Это называется «обеспечение под стресс». Мало того, что крупный участник резервирует определенную долю от своей позиции, он ещё дополнительно должен вносить обеспечение другими бумагами на отдельный счёт, если позиция очень большая. То есть, чем участник боль-

ше, тем большую долю своей позиции ему приходится обеспечивать. Такая политика позволяет избавиться от существенных рисков.

С момента объединения в 2011 году ММВБ и РТС на Московской бирже сильно поменялись технологии торгов и риск-менеджмента. На сегодня Московская биржа и технологически, и юридически полностью соответствует требованиям европейских регуляторов к центральному контрагенту; наш риск-менеджмент показал свою надёжность в моменты кризисов. Если до сих пор мы не входим в соответствующий список, то причины тут скорее политические. Развитость российской биржевой инфраструктуры находится на очень высоком уровне.

— Вы не могли бы рассказать о последних продуктах, которые предлагаете участникам рынка?

— Надеемся, что уже в этом году сделаем репо с плавающей ставкой. Чтобы участники могли заключать сделки репо, где плавающей ставкой будет RUSFAR, например.

Наша флагманская цель — развитие ставки RUSFAR и процентных деривативов на нее. Мы сейчас активно продвигаем этот сегмент, активно поддерживаем коллег со срочного рынка в развитии этого инструмента. Надеемся, что ставку RUSFAR будут всё больше и больше замечать также и европейские коллеги.

— Каково присутствие нерезидентов на рынке репо с центральным контрагентом?

— Не столь существенно. Потому что это денежный рынок, а на денежном рынке в основном оперируют участники рублевой зоны: российские крупные банки, российские брокеры, российские корпорации. Нерезиденты используют этот инструмент в основном для рефинансирования своих торговых позиций, а дочерние компании иностранных банков в России обычно некрупные.

— Ставит ли Московская Биржа цель привлекать больше нерезидентов с их ликвидностью?

— Если будет спрос, то да. Некоторый спрос мы видим. Для этого сейчас разрабатываем и модернизируем технологии International Clearing Membership. Чтобы международные инвестиционные дома могли выходить на Московскую Биржу в качестве клиринговых членов и заключать (через российские дочерние компании или через российских брокеров) сделки на фондовом рынке (в том числе на рынке репо). Тогда, возможно, этот рынок станет ещё более интересен для них. □

# ВДОХНОВЕНИЕ В ЦВЕТЕ!

## ПАРАДИЗ®

ПРЕПРЕСС · ДИЗАЙН · ТИПОГРАФИЯ

+7 (495) 755 24 10

info@paradiz.ru  www.paradiz.ru

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



Офсетная печать



Цифровая печать



Широкоформатная  
и интерьерная печать



Послепечатные  
работы



Дополнительные  
услуги



Дизайн и допечатная  
подготовка

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



**РЕКЛАМНАЯ  
ПОЛИГРАФИЯ**

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



**ДЕЛОВАЯ И  
ПРИКЛАДНАЯ  
ПОЛИГРАФИЯ**

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



**КАЛЕНДАРНАЯ  
ПРОДУКЦИЯ**

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



**POS -  
МАТЕРИАЛЫ  
И УПАКОВКА**

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



**НАРУЖНАЯ  
РЕКЛАМА**

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



# Парадоксы конкуренции

**В РАМКАХ ПРОВЕДЕННОЙ НАУФОР КОНФЕРЕНЦИИ «РЫНОК КОЛЛЕКТИВНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ» ПРОШЛА ПАНЕЛЬ «ОБЩЕЕ СОСТОЯНИЕ РЫНКА КОЛЛЕКТИВНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ И ВЕКТОРЫ ЕГО РАЗВИТИЯ»**

Внимание участников концентрировалось на обсуждении проектов нормативных актов Банка России о раскрытии информации и предотвращении конфликта интересов. Острой получилась дискуссия о конкурентоспособности продуктов рынка коллективных инвестиций. Отдельным пунктом обсуждалось состояние отрасли российских эндаументов и ее перспективы.

Участники: Кирилл Пронин (директор Департамента инвестиционных финансовых посредников Банка России); Алексей Антонюк (генеральный директор АО «Газпромбанк - Управление активами»); Евгений Зайцев (генеральный директор АО «Сбербанк Управление активами»); Владимир Кириллов (генеральный директор ТКБ Инвестмент Партнерс); Ирина Кривошеева (председатель Правления, генеральный директор ООО УК «Альфа-Капитал»); Светлана Лаврова (председатель правления Национальной ассоциации эндаументов); Владимир Потапов (СЕО «ВТБ Капитал Инвестиции», руководитель департамента брокерского обслуживания, старший вице-президент Банка ВТБ, председатель совета директоров «ВТБ Капитал Управление активами»); Ольга Сумина (генеральный директор, председатель правления ООО «УК «Райффайзен Капитал»).

Модератор: Алексей Тимофеев (президент НАУФОР).

**Алексей Тимофеев.** Уважаемые коллеги, дорогие друзья, разрешите приветствовать вас от имени Национальной ассоциации участников фондового рынка на онлайн-конференции НАУФОР, посвящен-

ной рынку коллективных инвестиций. Для ассоциации это первый опыт проведения конференции в формате онлайн. Так что не обессудьте, если придется столкнуться с какими-то сбоями (которых мы, конечно, изо всех сил будем стараться избежать). Конференция планировалась как очная. Надеюсь, что однажды, когда она станет регулярной, мы будем встречаться очно, а пока... мы ведь не можем отказаться от возможности обсудить актуальные вопросы развития индустрии коллективных инвестиций, так что делаем это онлайн.

Еще одна важная вещь: сегодня мы не будем обсуждать тематику индивидуальных инвестиционных счетов третьего типа. Не будем потому, что решили дискутировать по этому вопросу отдельно. Мы считаем эту тему чрезвычайно важной, требующей детального обсуждения, ей будет посвящено отдельное мероприятие. А сейчас давайте сконцентрируемся на других вопросах повестки дня.

Первое слово предоставляю Кириллу Пронину. Я бы хотел, чтобы Кирилл порассуждал о том, как он с точки зрения регулятора видит состояние индустрии. Верно ли, что индустрия переживает некий ренессанс? Мы видим интерес розничных инвесторов к паевым

# СЕССИЯ «ОБЩЕЕ СОСТОЯНИЕ РЫНКА КОЛЛЕКТИВНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ И ВЕКТОРЫ ЕГО РАЗВИТИЯ» ОНЛАЙН-КОНФЕРЕНЦИЯ

инвестиционным фондам. Около 50% составил рост стоимости чистых активов в течение прошлого года, заметным является рост уже и в этом году. Появление индустрии биржевых фондов является хорошим знаком интереса к открытым формам коллективного инвестирования, говорит о качественном изменении и самой индустрии, и закрытых паевых инвестиционных фондов. Я бы хотел, чтобы все участники порассуждали об этом обо всем.

Еще один важный вопрос (я хотел бы, чтобы Кирилл отразил его в своем выступлении) — как отразилась пандемия на индустрии. Как сработали послабления, не нарушило ли это естественный надзорный

процесс для Центрального банка, и если не нарушило, то не стоит ли подумать о том, чтобы некоторые из мер послабления закрепить и таким образом снизить регуляторную нагрузку? Если это не вредит нормальному надзорному процессу, почему бы этого не сделать?

Наконец, текущий год — это год перераспределения (даже точнее сказать — распределения) регулирования между Банком России и саморегулируемыми организациями. С 1 апреля вступили в силу новые стандарты НАУФОР, в частности, правило 80% — запрет использовать в названии фонда упоминание активов и регионов, которые в портфеле фонда составляют менее 80%. Мы видим, что в резуль-

тате вступления в силу этого стандарта около 90% открытых паевых инвестиционных фондов оказались вынужденными изменить либо свои декларации, либо названия. Как это работает? Довольны ли участники рынка тем взаимодействием и распределением юрисдикций, которые мы ищем сейчас между Центральным банком и саморегулируемыми организациями? Кирилл Пронин. Коллеги, доброе утро! Я очень рад всех приветствовать в добром здравии, надеюсь, что это непростое время наши люди проходят бодро, без потерь. И, безусловно, происходящее на финансовом рынке, в экономике в целом стало серьезным испытанием для нас всех — для финансовой системы, для регулятора, для

участников рынка. Мне кажется, что мы эту проверку на прочность достаточно неплохо прошли, несмотря на введенные ограничительные меры и сложную конъюнктуру. Наверное, все практически без исключения участники рынка (и управляющие компании, и брокеры, и негосударственные пенсионные фонды) обеспечили непрерывность ключевых процессов, предоставление основных сервисов клиентам. При всем том, что порядка 80-90%, а кто-то и 100% своих сотрудников перевел на удаленный формат работы. И, конечно, Банк России тоже был вынужден адаптироваться к этим изменениям: мы также перешли на удаленный формат работы, но обеспечили непрерывность и в части надзора, и регулирования. Об этом я чуть дальше тоже скажу.

Пользуясь случаем, хотел бы поблагодарить коллег из саморегулируемых организаций. Мы очень плотно поработали во благо рынка, для того чтобы своевременно отреагировать на рыночную ситуацию, — подготовили и реализовали пакетное предложение по регуляторным послаблениям, по надзорным послаблениям. Это был хороший урок для нас всех, и мне кажется, что мы с ним справились.

Теперь несколько цифр о том, как себя чувствует рынок: мне кажется, это будет интересно для всех. Сейчас я включу демонстрацию экрана. Первое, что является важным. Несмотря на то, что в марте-апреле ситуация на рынках была очень непростой, мы наблюдали рост рынка коллективных инвестиций. Если посмотреть на динамику фондов для квалифицированных инвесторов, то мы видим увеличение количества зарегистрированных ПИФов. При этом наблюдалось незначительное снижение количества открытых паевых фондов. При всем при этом мы наблюдали в течение пяти месяцев положительную динамику стоимости чистых активов паевых фондов для неквалифицированных инвесторов. Рост закрытых ПИФов для квалифицированных инвесторов несколько снизился.

В плане количества пайщиков мы тоже наблюдали достаточно уверенный рост,

средневзвешенное количество выданных паев в первом квартале было порядка 9% в среднем по рынку. Наверное, одним из ключевых факторов, который повлиял на увеличение количества клиентов в ПИФах, на приток денежных средств в портфели, стало снижение ключевой ставки и, как следствие, снижение ставок по депозитам. Это положительно сказалось на индустрии коллективных инвестиций.

При всем при этом, динамика доходности рынка тоже положительная. Про 2019 год я сейчас не буду говорить, скажу, скорее, про пять месяцев 2020 года. Мне кажется, что очень хорошим сигналом для инвесторов стал тот факт, что, несмотря на снижение основных индексов, средневзвешенная доходность биржевых фондов находится в положительной зоне. Кстати говоря, такой анализ регулятор проводил и по пенсионным фондам (мы регулярно раз в квартал публикуем статистику): доходность по пенсионным фондам тоже находится в положительной зоне. На мой взгляд, основной причиной того, что доходности положительные, является структура портфелей. По-прежнему наибольшую долю в портфелях открытых фондов занимают долговые инструменты (корпоративные бумаги, облигации федерального займа), которые в меньшей степени подтверждены неблагоприятной рыночной конъюнктурой, а в связи с изменением процентных ставок даже где-то были переоценены в более высокую сторону.

Что касается закрытых паевых инвестиционных фондов. Сохраняется устойчивый тренд на то, что в общем объеме стоимости чистых активов закрытых фондов более 90% составляют активы ПИФов с количеством пайщиков не более пяти. По сути, это фонды, которые занимают проектный, экзотический финансовый сегмент. Это хорошая ниша, которая нужна рынку. С принятием изменений в 156-й Федеральный закон, надеюсь, мы получим новый импульс, и проектное финансирование будет развиваться дальше. Вот такая картина на сегодняшний день имеет место быть.

Теперь что касается регуляторных послаблений: какие уроки мы все вместе извлекли.

О первом я уже сказал: бизнес на месте не стоит, налицо положительная динамика по всем практически показателям. Что здесь сделал регулятор со своей стороны? Вы знаете, что Банк России системно (наверное, по всем индустриям) временно приостановил на период пандемии контактные проверки, также мы снизили количество запросов и предписаний, увеличили сроки их выполнения там, где это было возможно. Мы дали ряду участников рынка (в том числе, закрытым фондам для квалифицированных инвесторов) возможность не переоценивать активы по справедливой стоимости (то же самое коснулось негосударственных пенсионных фондов). Мы ввели упрощенный режим представления отчетности. Ежедневная отчетность спецдепов была переведена на новый режим: по фондам для неквалифицированных инвесторов — на еженедельный режим, по квалифицированным фондам — на ежеквартальный режим. Был еще ряд послаблений, сейчас не буду все перечислять, но, безусловно, они снизили нагрузку на участников рынка. Более того, на протяжении последних двух-трех месяцев мы проводили опросы о том, какие послабления были использованы и насколько. И в отношении послаблений по запросам, предписаниям, по отчетности — большинство участников эти послабления почувствовали. Мне кажется, что регулятор смог и снизить затраты на бизнес, и в то же время обеспечить комфортный режим работы в удаленном формате.

Важно сказать, что опыт, который регулятор получил в рамках регуляторных послаблений, помогает нам чуть быстрее начать двигаться в сторону оптимизации регуляторной нагрузки. Хочу сказать, что в начале года (немного раньше, чем начала развиваться ситуация с пандемией) мы уже начали разработку предложений по оптимизации регуляторной нагрузки. Приведу в качестве примеров несколько тезисов.

Мы рассматриваем возможность оптимизировать отчетность, которая в

некоторых случаях дублируется, — например, для управляющих компаний, которые совмещают деятельность по управлению ПИФаами и деятельность индивидуального доверительного управления. Там есть возможность сократить избыточные сведения и показатели в отчетности. Мы рассматриваем возможность уменьшить частоту предоставления отчетности по портфелям и пересмотреть подходы к отчетности по СЧА ПИФ для квалифицированных инвесторов. Рассматриваем возможность отмены практики направления в Банк России уведомлений от управляющих компаний о тех нарушениях, которые выявляет спецдепозитарий, поскольку спецдепы также направляют в Банк России соответствующее уведомление. В общем, идет речь об оптимизации достаточно большого массива данных.

Внутри Банка России мы находимся на финальной стадии разработки этих предложений. После того как внутреннее обсуждение будет завершено, мы, безусловно, ознакомим с его результатами представителей рынка, саморегулируемых организаций. Могу сказать, что часть тех мер, которые мы планируем предпринимать, была предложена, в том числе, в рамках регуляторной деятельности. Конечно, предложения рынка тоже будут услышаны, но значительная часть будет предложена регулятором. Я уверен, что это будет способствовать снижению нагрузки на профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Теперь, коллеги, скажу несколько слов про всех волнующие изменения в связи со вступлением в силу изменений в 156-й Федеральный закон «Об инвестиционных фондах». Предстоит достаточно внушительная работа по имплементации этих изменений на уровне нормативных актов Банка России, на уровне указаний.

Вы знаете, что с мая текущего года уже вступили в силу требования об управлении конфликтом интересов — в отношении возможности совершения сделок, для которых ранее действовали ограничения 40-й статьи и которые регулятор теперь

разрешил совершать фондам квалифицированных инвесторов. Соответственно, Банк России подготовил проект нормативного акта по управлению конфликтом интересов. Мы достаточно длительное время его обсуждали с участниками рынка, получили ряд предложений (и мне кажется, что достаточно существенные предложения учли). Уверен, что в ближайшее время этот акт появится. Планируется, что он вступит в силу с 1 апреля 2021 года.

Но хочу сказать, что закон в этой части уже действует, и при управлении фондами для квалифицированных инвесторов есть возможность совершать сделки заведомо с конфликтом интересов. С учетом этого обстоятельства, по моему мнению, управляющие должны исходить из того, что даже в отсутствие нормативного акта возможным конфликтом интересов следует управлять, действуя добросовестно и разумно. В этом состоит посыл регулятора.

В четвертом квартале регулятор планирует выпустить нормативные акты по установлению требований к правилам доверительного управления для фондов квалифицированных инвесторов и установлению требований к правилам выдела имущества, составляющего биржевые фонды и фонды для квалинвесторов, в связи с погашением паев.

В 2021 году, уверен, регулятор примет акт, который будет устанавливать требования к правилам доверительного управления фондов для неквалинвесторов. Понимаю, что рынок его ждет, может быть, даже в первую очередь. Но конструкция закона такова, что изменения в этой части вступают в силу с 2022 года. Соответственно, порядок принятия нормативных актов также привязан к моменту вступления в силу изменений в закон, будем его придерживаться.

Несколько слов про требования к управлению конфликтом интересов. В нормативном акте нашли отражение конкретные ключевые особенности. Предусматривается, что все без исключения управляющие компании и спецдепозитарии в любом случае обязаны выяв-

лять все конфликты интересов, которые возникают в деятельности; что они должны предпринимать меры, направленные на предотвращение конфликта интересов в случае, если отказ будет приводить к нарушению прав клиентов. При этом процедура выявления конфликта интересов и управления им устанавливается управляющими и спецдепозитариями самостоятельно, в правилах внутреннего контроля. Важно, что определенные типы конфликта интересов (они прямо поименованы в нормативном акте и связаны с рядом недобросовестных практик — исполнение сделки не на наилучших условиях, фронтраннинг, совершение сделок с необоснованной частотой) должны предотвращаться управляющими и спецдепозитариями в любом случае, независимо ни от чего. Определение этих видов конфликтов интересов уже дано в нормативном акте.

Отдельно предусматривается, что договор с клиентом может предусматривать те конфликты интересов, которые управляющие и спецдепозитарии вправе не предотвращать. Если законом предусмотрена возможность для спецдепозитария отказать в выдаче согласия, то спецдепозитарий вправе не предотвращать конфликт интересов, который связан с такой выдачей. Это понятная история: если есть обязанность выдать согласие, то будет сложно не соблюсти нормативный акт — даже при условии, что спецдепозитарий действует в условиях конфликта интересов.

Ну, и последняя важная особенность: это также обсуждалось с рынком. Регулятор ввел норму, которая позволяет руководителю управляющей компании либо спецдепозитария принять мотивированное решение о том, что отказ от предотвращения конфликта интересов не может привести к нарушению интересов клиента. И тем самым как бы позволяет совершать соответствующие сделки. Но еще раз говорю: в любом случае принципиально важно то, что управляющие и спецдепы должны выявлять конфликты интересов, все без исключения. И по воз-

возможности предотвращать те конфликты, которые будут приводить к нарушениям прав инвесторов.

Несколько слов про еще один акт, который напрямую не связан со 156-м законом, но который, на наш взгляд, также является важным, — имею в виду нормативный акт об изменениях в регулировании в части требований к раскрытию информации об инвестфондах. Регулятор планирует ввести новое указание в этом году, оно тоже находится в высокой стадии готовности. Предусматривается, что появится ключевой информационный документ, в котором будет содержаться (в стандартизированном виде) основная информация по соответствующему продукту. Рынок наконец-то уйдет от обязательности раскрытия информации в печатном издании, раскрытие информации будет осуществляться на сайте с бесплатным доступом, который будет предусматривать еще и возможность подписки инвестора на рассылку электронных уведомлений. Мы предполагаем, что будет открытый список раскрываемой информации, и управляющая компания будет обязана раскрывать информацию обо всех событиях, которые, по ее мнению, могут оказывать влияние на стоимость паев. Ну, и мы предполагаем, что будет введен отказ от обязанности управляющей компании направлять всю раскрываемую информацию в Банк России до ее публичного раскрытия.

Скажу, что в плане создания ключевых информационных документов мы параллельно ведем работу еще и с индустрией негосударственных пенсионных фондов. Сейчас в высокой стадии готовности находится базовый стандарт по защите прав, где Банк России также предусматривает появление ключевых информационных документов по договорам как обязательного пенсионного страхования, так и негосударственного пенсионного обеспечения. Здесь мы тоже поднимем стандарт раскрытия информации на более высокий уровень.

Скажу теперь несколько слов о развитии регулирования, в том числе в связи

с мерами по поддержке рынка в условиях COVID. Про право не переоценивать активы я уже сказал. Но помимо этого, есть еще ряд важных, на мой взгляд, регуляторных послаблений.

Во-первых, регулятор (это касается в первую очередь негосударственных пенсионных фондов) перенес на начало 2021 года вступление в силу новых требований к размещению пенсионных резервов. Вы знаете, что Банк России издал новое указание (взамен 63-го постановления правительства), которое устанавливает более жесткие требования, чем раньше, к порядку размещения пенсионных резервов. В том числе введен ряд концентрационных ограничений. Соответственно, было принято решение, что вступление в силу этих требований будет отложено на 1 января 2021 года. Кроме того, регулятор перенес на 1 июля 2021 года вступление в силу положения об ужесточении концентрационных лимитов для инвестирования пенсионных средств и активов паевых фондов.

Кажется, год назад мы обсуждали, что неплохо бы разрешить пенсионным фондам в рамках инвестирования пенсионных накоплений приобретать паи биржевых фондов. В настоящее время регулятор внес соответствующие изменения в 580-е положение. Теперь мы надеемся, что это будет очередным импульсом, который позволит развивать и пассивные стратегии управления, — в частности, будет способствовать развитию рынка биржевых фондов.

Введен 5-процентный лимит на инвестирование пенсионных средств в облигации с ипотечным покрытием. Это тоже достаточно важная история.

И, если говорить про планы изменения регулирования, связанные в том числе с негосударственными пенсионными фондами, то Банк России вывесил проект указания, которое предусматривает дополнительные требования к приобретению в состав пенсионных резервов бессрочных облигаций. С документом (сейчас не буду на нем подробно останавливаться) можно ознакомиться на сайте.

Теперь перейду к той реорганизации, про которую сказал Алексей. Да, у нас произошли достаточно серьезные организационные изменения: было принято решение по разграничению функций внутри Банка России. Теперь функции регулирования, контроля и надзора за инфраструктурой финансового рынка сконцентрированы во вновь созданном Департаменте инфраструктуры финансового рынка. Его возглавляет всем вам хорошо известная Лариса Константиновна Селюткина. Второе решение, которое было принято и имплементировано — это концентрация в одном департаменте всех участников инвестиционного рынка, всех инвестиционных финансовых посредников. Сюда вошли и участники рынка коллективных инвестиций, и брокеры/дилеры, и индивидуальные доверительные управляющие, и форекс-дилеры, а также инвестиционные советники. Соответственно, в нашем департаменте теперь сконцентрирован весь этот набор участников. И конечно, если говорить о ключевых задачах, то в первую очередь мы должны обеспечить непрерывность тех процессов, которые были начаты в каждом из департаментов-предшественников, это первое. Во-вторых, безусловно, мы будем работать (уже начали эту работу) над гармонизацией регуляторных и надзорных требований и подходов. Это будет касаться практически всех аспектов деятельности участников рынка. Я очень надеюсь, что в итоге совместных усилий регулятора и рынка мы сможем и дальше двигаться по направлению снижения регуляторной нагрузки на участников рынка.

Важно сказать, что мы планируем (и уже начали выстраивать) надзор на консолидированной основе. Это означает, что в надзорных подразделениях будут концентрироваться участники рынка, которые входят в одни и те же группы, — так, чтобы надзор мог видеть все операции и риски, причем (это самое главное!) видеть их насквозь. Мог улавливать их концентрацию. Это очень важно. На наш взгляд, такая практика, с одной стороны,

позволит регулятору лучше чувствовать рынок, с другой стороны — позволит снизить нагрузку на участников рынка. Мы постараемся исключить практику двойных запросов (когда разные надзорные подразделения, — например, за рынком коллективных инвестиций и за брокерами — могли запрашивать одновременно одну и ту же информацию). Сейчас мы такие кейсы, конечно же, будем исключать.

Да, я не сказал про роль СРО. Алексеем приведен очень хороший пример: принятие стандарта, важного для рынка коллективных инвестиций. Безусловно, это очень хорошая практика. Регулятор и дальше будет двигаться вместе с рынком в сторону развития стандарта, и, возможно, совместными усилиями мы создадим новый стандарт, есть ряд задумок на этот счет. Для регулятора важно не только принять стандарт, но важно сделать так, чтобы этот стандарт начал работать. И очевидно, что если внутренний стандарт принят саморегулируемой организацией, то, конечно же, бремя контроля за его исполнением ложится на СРО. Естественно, мы верим в то, что у СРО есть и соответствующий ресурс, и мотивация.

Хочу обратить внимание, что чуть раньше были приняты изменения в еще один важный стандарт — стандарт расчета стоимости чистых активов, которому мы также уделяем достаточно большое значение. И два таких стандарта были приняты в двух СРО негосударственных пенсионных фондов, — с тем, чтобы гармонизировать практики управляющих и пенсионных фондов, чьими активами управляют управляющие компании. Регулятор, еще раз говорю, готов поддерживать такие инициативы в саморегулировании. Но мы, конечно же, будем очень внимательно относиться к тому, как саморегулируемая организация обеспечивает исполнение принятых стандартов.

Алексей, у меня все. Можем перейти к вопросам.

**Алексей Тимофеев.** Кирилл, спасибо большое. Саморегулируемые организации справились с исполнением стандартов. Я

сказал уже о том, что либо название, либо инвестиционная декларация около 90% открытых паевых инвестиционных фондов были изменены для приведения их в соответствие с правилом о 80%. Практика реализации положений стандарта расчета стоимости чистых активов тоже является положительной. Мы набираем — один за другим — примеры успешного регулирования на уровне саморегулируемых организаций, позвольте нам продолжать делать это. Ресурсов наших, вроде, хватает. Спикеры, возможно, выскажутся об этом моменте дополнительно.

Спасибо большое за послабления, которые предпринимались в рамках кризиса и пандемии, это действительно помогло перераспределить ресурсы в непростой момент. Для компаний была очень важна возможность более свободно распоряжаться ресурсами, которые оказались ограничены в условиях необходимости перестройки бизнеса.

И да, объединение всех видов инвестиционного посредничества, управления активами — очень важный шанс для унификации подходов. Думаю, что мы этим шансом воспользуемся. Гармонизация требований, предъявляемых всем видам профессиональных участников рынка ценных бумаг, и требований к деятельности управляющих компаний является важным вызовом и важной задачей, которую такого рода реорганизация Центрального банка позволяет решить.

Теперь попросил бы выступить Ирину Кривошееву. Дать свою оценку происходящего в индустрии и важнейших изменений, которые должны быть сделаны для того, чтобы индустрия продолжила свое развитие. Что именно нужно сделать для того, чтобы развивать индустрию открытых паевых инвестиционных фондов? Все ли хорошо с появлением биржевых фондов? Лишено ли их предложение тех недостатков, которыми отличается сегодня индустрия открытых паевых инвестиционных фондов? Может быть, и бог с ними, с открытыми паевыми инвестиционными фондами, давайте сконцентрируемся на

биржевых фондах? Ирина, буду рад узнать твое мнение.

**Ирина Кривошеева.** Коллеги, всем добрый день! Алексей, спасибо тебе, коллегам, всему НАУФОР за интересный, уже привычный и даже почти полюбившийся онлайн-формат конференции.

Мы подготовили короткую презентацию, в рамках которой выделили три основных блока: во-первых, как мы видим текущую ситуацию, во-вторых, как на этой ситуации сказалась новая реальность после пандемии, и в-третьих, каковы основные наши ожидания от будущего. То, во что мы верим в контексте индустрии как открытых, так и биржевых паевых инвестиционных фондов.

Если посмотреть в целом на рынок, то очевидно, что усилия большинства стран по количественному смягчению привели к тому, что процентные ставки по депозитам продолжают снижаться, и это хорошо. Тренд, который реализовался в начале 2018 года и в 2019-м, продолжился. Несмотря на кризис, клиенты все-таки продолжают очень уверенно входить в инструменты инвестирования. Мы видим это и со стороны брокерского бизнеса, куда приходят даже молодые, новые инвесторы, которым интересно самостоятельно принимать решения, самостоятельно торговать. Но приток идет и со стороны клиентов, у которых чуть меньше времени или желания принимать решения самостоятельно, и они готовы уверенно доверять свои средства профессионалам.

Если посмотреть в целом, то в нашей компании совокупный объем секторов, связанных со средствами физических лиц, относительно всего рынка управления активами остается небольшим — порядка 15%. В среднем по миру соответствующая доля — 42%, в том же Китае — 60%. Но, тем не менее, направления, связанные с активами физических лиц (розничные паевые инвестиционные фонды, биржевые фонды, доверительное управление), показывают наиболее убедительную и яркую динамику по темпам роста.

Скажем, рынок ПИФов. В прошлом году здесь был рост на 48%, за текущие пять месяцев — уже 15%, преодолели сейчас красивую цифру в 550 млрд рублей. Наверное, почти у всех ключевых игроков был только один месяц — март, когда оттоки были выше притока. Все последующие месяцы — апрель, май, сейчас уже июнь — имели место очень уверенные темпы роста. Средства, которые приходят в фонды, с лихвой перекрывают то, что клиенты забрали в марте. В этом состоит уникальность текущего периода: клиенты вели себя очень спокойно, вдумчиво, эмоций, связанных с оттоками по розничным фондам, в этот раз было намного меньше. И это не может не радовать, это действительно показывает, что и индустрия, и клиенты становятся более устойчивыми к локальным колебаниям.

Рынок российских биржевых фондов показал 67% роста за пять месяцев, это яркая цифра, причем увеличилось и количество клиентов. Здесь, наверное, интересно, что наиболее четкие и понятные идеи по ключевым индексам уже были реализованы, сейчас появляются интересные новации, более самостоятельно управляемые биржевые фонды. Рынок развивается и становится более уникальным.

Если перейти ко второму вопросу — что вообще происходит. Здесь, конечно, все-таки многое изменилось в восприятии — как нашем, так и клиентов. Казалось, что раньше все было более устойчивым и предсказуемым, а стало много неопределенности, много непонятного и сложного: пандемия затронула, наверное, почти все страны, вводились режимы самоизоляции и прочее. Все это привело к тому, что у людей очень четко сейчас обозначился фокус на коммуникации, на развитие онлайн-технологий, на очень понятные и простые идеи, на обратную связь во всех аспектах, связанных с продуктовыми предложениями. Раньше активы держали больше, а задумывались, может быть, чуть меньше. Сейчас это меняется.

Ну, и да, фокус — на технологии. В контексте такого поведения клиентов мы еще

раз подчеркиваем, что рост значимости любых онлайн-форм проведения операций и коммуникаций с клиентами — тема номер один.

По клиентским сегментам изменилось не так много. Запас ликвидности у наших состоятельных клиентов и опять-таки пониженные ставки по депозитам помогали очень хорошо поддерживать притоки. На всех просадках рынка мы видели, что клиенты докладывались и выкупали бумаги на новых, интересных уровнях.

В целом рынки восстановились достаточно быстро, и это не может не радовать. Но, как нам кажется, сейчас наиболее актуальным трендом станет значимость продуктов, связанных с жизненными целями клиентов. Вообще становится более актуальной тема формирования «подушки безопасности», формирования заначек (на образование, на достойную старость). И нам кажется, что в этой связи рынок в плане продуктовых новаций будет сдвигаться к международным, уже действующим стандартам для управляющих компаний, если говорить именно об управлении долгосрочными накоплениями. А в плане инфраструктуры становится важной тема, связанная с кибербезопасностью, с более четким контролем за всеми рисками, в том числе операционными. Требования к скорости на фоне роста объемов и количества транзакций становятся совершенно приоритетными. Это новый пласт, над которым нужно еще более усиленно работать, чем раньше.

Если говорить о будущем, то все-таки российский рынок управления активами, если даже не трогать Азию и Америку, даже по сравнению с европейскими странами находится примерно на 12-м месте. Грубо, весь объем отечественного рынка составляет чуть больше 100 млрд евро, мы тут идем за Ирландией. Но ведь потенциал у страны существенный, поэтому мы абсолютно убеждены, что процесс замещения низкодоходных депозитов инвестициями в фонды (и, может быть, прямыми инвестициями в ценные бумаги) уверенно про-

должится в ближайшие годы. В текущем году, в том числе.

В предыдущей презентации Кирилл Валерьевич обратил внимание присутствующих на все то, что делает регулятор в плане послаблений регуляторной нагрузки. Но все-таки есть и другие темы, которые могли бы ускорить развитие индустрии. Нам, в частности, кажется, что сокращение сроков выдачи паев — в этом плане хорошая, актуальная тема. Мы также просим не забывать о теме выплаты регулярных доходов из фондов (выплата купонов и дивидендов). Мы видим, что клиенты уже готовы оставаться с управляющей компанией в долгие, но им важно получать какие-то доходы, какие-то выплаты, которые шли бы на жизненные цели. Сейчас срок инвестирования в фонды по нашей компании в среднем составляет (и уже почти превышает) 5 лет. То есть клиенты готовы оставаться с компанией, но выплата дивидендов и купонов очень облегчила бы и ускорила все процессы.

Ну, и конечно, все, что связано с темой категоризации инвесторов. Нам все-таки кажется, что к теме арбитража между ETFами на зарубежных площадках и российскими биржевыми фондами нужно подходить очень вдумчиво. И способствовать тому, чтобы здесь не возникало перекосов.

Вот те приоритеты на 2020 год, которые способствовали бы еще большей активизации индустрии розничных и биржевых паевых инвестиционных фондов. Алексей, я попробовала ответить на все вопросы. Или что-то нужно уточнить?

**Алексей Тимофеев.** Да, Ира, спасибо большое. По поводу категоризации не могу с Ирой не согласиться. Ближайшие пару лет с момента принятия закона о категоризации предстоит уделить устраниению оставшихся различий между биржевыми фондами в России и ETFами — для того чтобы выпуск биржевых фондов в России был бы так же интересен, как приобретение ETFов. Думаю, это справедливое замечание, что российские инструменты в плане их потребительских инвести-

ционных качеств должны быть не хуже, чем зарубежные, которые мы намерены допустить на российский рынок.

Следующее выступление я бы ждал от Владимира Потапова. Вообще считается, что первый шаг на рынок ценных бумаг розничный инвестор должен делать именно через институты коллективного инвестирования. За те же самые деньги он получает здесь более диверсифицированный портфель, меньшие операционные издержки, профессиональное управление. Как же так вышло, что российские розничные инвесторы предпочитают брокерские услуги? Или я ошибаюсь? Это, наверное, было бы интересно узнать и Кириллу Пронину, теперь как главе департамента, отвечающего за обе индустрии. Может быть, есть существенные регулятивные препятствия для того, чтобы предпочтения розничных инвесторов изменились в пользу паевых инвестиционных фондов? Или, может быть, это вопрос эволюции, и нужно просто подождать, когда предпочтения изменятся естественным образом? **Владимир Потапов.** Спасибо. Во-первых, хочется всех поприветствовать, сказать, что всех рад видеть, надеюсь, в добром здравии. Надеюсь, скоро сможем пообщаться очно.

Описанную ситуацию я бы не драматизировал. Да, люди не приходят в ПИФы или в продукты управляющих компаний, а приходят к брокеру. Ирина показала соответствующую статистику. Но если вспомнить предыдущие кризисы и ту волатильность, которую мы наблюдали в последнее время, то, в принципе, можно было ожидать совсем других цифр. А мы продолжаем видеть притоки, оттоки были очень маленькие, в марте люди вообще активно входили в акции.

Если посмотреть в среднем по больнице: вот у наших клиентов-физлиц, например, доля рискованных инструментов и на брокере, и на УК (на УК несколько меньше) была меньше 20%, у профессиональных клиентов и того меньше. При этом если посмотреть статистику на конец мая, то там эта цифра уже практически

подобралась к 30%. То есть, оставаясь в рамках консервативной в целом локации портфеля и понимая, что есть рискованные инструменты, а есть нерисковые, клиенты эту историю как бы балансируют, в зависимости от рыночной ситуации, и пытаются использовать возникающие возможности. Что говорит о некотором, скажем так, взрослении клиента.

Почему же все-таки денег приходит больше на брокера? Думаю, мы говорим сейчас в принципе про брокерские платформы, так происходит не только в России, сейчас повсеместно происходит цифровая трансформация, возникает новый цифровой бизнес. В России это сделали «Тинькофф-Инвестиции», «ВТБ-Мои инвестиции». Но примерно то же самое сделала компания «Робин Гуд», а можно взять платформы, которые запускаются в Германии и очень активно отжирают свой кусочек и у банковских традиционных продуктов, и у традиционных фондов. Так происходит потому, что этот продукт — крутой сам по себе. Люди сейчас готовы больше времени заниматься своими сбережениями, им это интересно, инвестирование стало происходить в новой прозрачной форме, теперь нет непонимания, по какой цене и когда прошла сделка. Сейчас человек составляет заявку и сразу видит — исполнена она или не исполнена, по какой цене, все сделки заключаются на бирже. Тем паче что в России, к счастью, довольно активно развиваются две площадки (и Санкт-Петербургская, и Московская), на торгах присутствуют иностранные бумаги.

Так что продукт сам по себе трендовый, и этот тренд идет по всему миру. Поэтому я не думаю, что здесь имеется сакральная проблема управляющих компаний. Вообще я давно говорил, что депозиты будут одной из составных частей общей аллокации активов населения. Есть три классических инвестиционных услуги. Это, во-первых, пассивные продукты управляющей компании (паевые фонды и активное управление). Считаю, что на эту часть будет приходиться в среднем 25

% денег населения. Еще 25% будет приходиться на жесткий брокеридж, когда людям ничего другого не нужно, им могут даже уже не подойти «ВТБ – Мои инвестиции», потому что они захотят посмотреть данные технического анализа и тому подобные вещи. Ну, и большой пласт населения будет потреблять так называемое инвестиционное консультирование во всех его проявлениях, когда человек не готов просто положить деньги и забыть, а хочет глубже разобраться в процессе инвестирования, но, конечно, ему нужен профессиональный совет. На этом направлении идет развитие робоэдвайзинга, индивидуальных советников, есть серые зоны, в которых масса людей просто дает советы, не являясь инвестиционным консультантом и вообще никем. Это огромный пласт. И на самом деле — самая большая часть. Там есть ниша, в которой могут также расти управляющие компании — это индустрия ЕТФов либо БПИФов. Но рост будет только в случае, если мы эту нишу регуляторно не уберем. Потому что уже упомянутый закон о квалинвесторах в классическом варианте, конечно, ставит биржевые паевые инвестиционные фонды в непропорционально худшее регулирование, сравнительно с регулированием международных ЕТФов. Обсуждение этого вопроса — не цель нашей сейчас дискуссии. Надеюсь, что это все-таки выровняется, мы все понимаем, что индустрию надо развивать.

Пока что заканчиваю ответ на вопрос — почему сейчас больше денег приходит на брокерский бизнес. Потому что это трендово, это модно, это круто, это хороший продукт, которого не было раньше. Этого продукта — моментально-го цифрового инвестирования, удобного, в мобильном телефоне, с аналитикой, с робоэдвайзером и бесплатного — раньше не было. Поэтому он, конечно, создает челендж для всей индустрии управления активами глобально. И я думаю, что управляющие этот вызов проиграют. В общем и целом. Но в сегменте ЕТФов и пассивных стратегий, где управляющие

компании могут делать диверсификацию и снижать вознаграждения, они, наверное, смогут конкурировать.

Самая большая ниша будет у инвестиционного консультирования. И в ней основная борьба будет происходить по линии того, каким именно образом оказывает эту услугу управляющая компания. Будет ли ее осуществлять искусственный интеллект, либо брокер, либо отдельный лицензированный инвестиционный консультант. Вот тут в ближайшие пять лет будет, как мне кажется, вестись основная борьба за умы людей, которые занимаются управлением своими сбережениями через инвестиции.

**Алексей Тимофеев.** Другими словами, это зависит от брокеров. От того, будут ли брокеры продавать продукты коллективного инвестирования, ПИФы, зависит интерес розничного инвестора к этим инструментам. А мне кажется, что чем дальше, тем больше брокеры склонны продавать ПИФы, сами же создавая их как продукт. И тем больше они готовы это делать, чем более разнообразными оказываются сами фонды.

**Владимир Потапов.** Является ли в текущем состоянии пай ПИФа продуктом, доступным для всех типов инвесторов? Очевидно, нет. У этого продукта есть огромное количество плюсов, мы их прекрасно знаем. Но есть, конечно же, и вопрос издержек. Издержки ПИФов больше, чем у ETFов. И здесь есть и плюс, и минус. Потому что в тот момент, когда перед глазами инвестора каждую секунду мелькают котировки, сегодня — плюс два, завтра — минус два, очень велик соблазн поторговать, продать/купить, продать/купить. Но довольно часто такая активность не приводит в итоге к результату, который хочет получить клиент.

Поэтому я думаю, что будущее за всеми тремя формами инвестирования. Нет, мне кажется, единственного «золотого» решения. Нет его ни в плоскости вознаграждений, ни фантастических новых стратегий. Я думаю, что просто сам по себе этот продукт, биржевой ПИФ, будет иметь

свою нишу — стабильную, понятную и хорошую на фоне общего роста.

**Алексей Тимофеев.** Володя, спасибо большое. Я хотел бы, чтобы наш разговор продолжила Ольга Сумина и рассказала о том, как вели себя инвесторы на фоне пандемии. Есть ли что-то общее в их поведении здесь и за рубежом, есть ли какие-то особенности поведения российских инвесторов? Оля, тебе слово.

**Ольга Сумина.** Алексей, спасибо огромное. Коллеги, безумно рада всех видеть, наших слушателей тоже приветствую.

Если говорить о том, как одним словом можно охарактеризовать поведение инвесторов в рамках данного кризиса, то это слово — «осознанность». Инвесторы действительно научились осознанно подходить к вопросам инвестирования. И здесь стоит отметить, что заслугой в том числе является и позиционирование продукта коллективных инвестиций, и движение по внедрению финансовой грамотности, которое возглавляет наш регулятор.

Мы действительно видели оттоки только в первые две недели марта. Как правило, это были оттоки из масс-сегмента. А если говорить о премиальном сегменте, то клиенты, с которыми мы строим долгосрочные отношения (как правило, эти отношения начинаются как раз с инструментов коллективных инвестиций), прошли фазу снижения рынка абсолютно комфортно. «Когда же дно?», «Давайте будем инвестировать постепенно, аккуратно, не инвестируя все в одну корзину...» — в общем, звучали все те фразы, которые мы долгое время произносили и с трибун, и в личном общении, когда выстраивали модели продаж. Оказалось, что они действительно работают.

Мы традиционно используем именно портфельный подход, я — счастливый представитель финансовой группы, которая всегда максимально позитивно относилась к инструментам коллективного инвестирования, которая и сейчас продолжает развивать данное направление, позволяет управляющей компании развиваться, предлагать все новые и новые

инструменты, которые максимально качественно удовлетворяют потребности инвесторов.

Сейчас я хотела бы показать пару слайдов про то, как вела себя в целом мировая индустрия. Если вспоминать март-апрель, то самые, наверное, спокойные периоды были как раз в России. Если сравнивать с мировыми трендами, то в первом квартале общий объем открытых фондов снизился на 10%, это достаточно существенно. Такое снижение стало следствием как коррекции на рынке, так и выводов инвесторами активов из фондов. В марте-апреле газета «Файнэншл Таймс» каждый день публиковала новости о том, что такой-то фонд не справился с оттоком ликвидности, такой-то ориентированный на нефть ETF столкнулся с проблемами ролловера фьючерсов, некоторые фонды закрывались. И так далее.

Наша индустрия прошла этот период максимально достойно. Если смотреть по динамике, то в США за первый квартал 2020 года сравнительно с четвертым кварталом 2019 года просадка составила 12% от объемов взаимных фондов, в Европе — 11%, в Австралии — 5%, в Японии — 9%, Бразилия — 3%, Канада — 10%. В Китае мы увидели плюс, но у Китая своя история. При этом на российском рынке паевых фондов, как коллеги уже говорили, просадка была исключительно в марте и достаточно незначительная. Как начался в январе максимально позитивный тренд, так, собственно, мы его и продолжаем. Можно даже сказать, что мартовские выводы активов из ПИФов, скорее всего, уже потихоньку возвращаются, по крайней мере по нашим инвесторам мы это максимально чувствуем. Кто-то взял паузу в инвестировании, кто-то решил зафиксироваться, но сейчас мало инструментов, которые могут заменить преимущества паевых фондов (это и ликвидность, и минимальный порог входа). Соответственно, инвесторы возвращаются, и наша задача — сделать данное инвестирование максимально комфортным, а наши продукты — максимально конкурентными.

Дальше я хотела показать, как ведут себя фонды манимаркет в мире. Сейчас манимаркет-фонды являются максимально привлекательным инструментом, и в динамике, если сравнивать с длительными инвестициями, фонды ликвидности демонстрируют, конечно же, колоссальный рост. Понятное дело, что такой тренд наблюдался и в предыдущие кризисы. В целом мы бы очень хотели развивать данное направление, потому что, учитывая текущие ставки по депозитам, наши фонды ликвидности могут стать им хорошей альтернативой, если добавить преимущества депозитов — такие, как выплаты дохода, скорость выдачи паев и погашения. Об этом я чуть позже скажу.

На следующем слайде мы представили динамику фондов по классам активов. В первом квартале 2020 года зафиксированы оттоки практически из всех классов активов, кроме фондов денежного рынка, как я уже сказала, и фондов недвижимости. Мы в России следуем данному тренду. Наши фонды недвижимости развиваются. Соответственно, будем и дальше надеяться на то, что данный класс активов в периоды кризиса будет удерживать наших инвесторов от поспешных выводов средств из фондов.

Дальше мы анализировали управляющие компании Восточной Европы и хотели показать, кто восстановил продажи быстрее нас (или на российском уровне), — это Чехия, Венгрия, Сербия и Хорватия. Управляющие компании данных стран в тех же промежутках в течение кризиса, что и Российская Федерация, начали демонстрировать положительную динамику фондов.

Теперь буквально пара слов о том, что нам как управляющим хотелось бы иметь в своем багаже для того, чтобы предлагать лучшие продукты и еще более комфортно проходить периоды коррекции на рынке.

Стоит отметить, что регулятор в период пандемии максимально быстро и максимально гибко подошел к изменению в текущем регулировании, что, естественно, оказало поддержку управляющим.

Большое спасибо и регулятору, и саморегулируемой организации — мы договаривались буквально в режиме онлайн, согласовывали формулировки, комфортные для всех рынков, и так далее. При этом наша саморегулируемая организация умудрилась буквально за несколько часов собрать мнения всего рынка, консолидировать и выразить его в письме, которое стало гайдом для всего периода кризиса. Это что касается регулирования в период пандемии и что очень хотелось отметить.

Но чего нам все-таки не хватило — это, допустим, пресловутый вопрос о возможности приема валюты в счет оплаты паев. Все-таки мы видим, что максимальные инвестиции в инструменты индивидуального доверительного управления сейчас поступают из валютных депозитов. Мы уже научились реализовывать те или иные потребности инвесторов через данные инструменты. При этом те же самые привилегии намного проще было бы предлагать через фонды, но приходится учитывать, что сейчас пока нет этой возможности (принимать валюту), о которой мы достаточно давно уже говорим, что она нужна. Если посмотреть на компании сходного профиля в иных юрисдикциях, то, как правило, сейчас уже практически во всех юрисдикциях такая возможность есть.

Что еще нас поддержало в период пандемии в плане каналов продаж, — это дистанционные каналы. Мы абсолютно вовремя начали их развивать, абсолютно в правильном направлении движемся сейчас. Конечно же, очень хотелось бы развивать данное направление. Дальнейшее развитие практически невозможно без упрощения проведения идентификации клиентов. Сейчас достаточно много информации о том, что те или иные участники рынка становятся участниками проекта «Цифровой профиль инвестора», и мы как управляющая компания также очень хотели бы в этом поучаствовать. Спасибо НАУФОР, мы уже видели сформулированное Ассоциацией письмо с обоснованиями, почему управляющим также необходимо принять участие в данном

нормотворчестве и пользоваться теми преимуществами, которые оно предлагает участникам рынка.

Пять лет назад мы получили возможность через ЕСИА получать информацию исключительно о ФИО и паспортных данных клиента, что для фондов является не совсем достаточным, потому что у нас сложная инфраструктура. То есть для управляющей компании такая информация достаточна, но дальше к операциям подключаются регистраторы, которым нужно больше информации для того, чтобы открыть клиенту в реестре лицевой счет. Соответственно, нам очень хотелось бы либо получить цифровой профиль, либо увеличить объем данных, получаемых из ЕСИА. А дальше, возможно, необходимо проработать детали, и здесь мы готовы максимально поучаствовать.

Сделать наши фонды еще более привлекательными для инвесторов могла бы возможность выплаты дохода от владения паями. В рамках рабочих групп мы данный вопрос прорабатываем, и есть уже понимание, как это можно технически реализовать. Но опять же это все реализуется на уровне бизнес-анализа, без детальной проработки регулирования, и данный вопрос хотелось бы также приоритезировать. Потому что в мире есть фонды, которые выплачивают доход, и в рамках развития отечественных биржевых фондов это крайне необходимое условие их конкурентоспособности с западными аналогами.

Есть еще одна возможность, которая не является широко распространенной западной практикой, но которую возможно реализовать в российских фондах — это практика взимания вознаграждения за успех. Сейчас говорю без деталей, но такая потребность есть, мы собирали мнения участников рынка: вопрос актуален, необходима более детальная его проработка. И если наши предложения либо предложения саморегулируемой организации в итоге будут понятны всем участникам, то данный вопрос также можно будет приоритезировать.

НАУФОР работает над сокращением сроков выдачи паев. Большое спасибо, работа ведется активно, и очень помогает регулятор, который, собственно, курирует данную рабочую группу. Здесь останавливаться долго не имеет смысла, потому что, я надеюсь, в скором времени мы увидим новую регуляцию по данному вопросу.

Еще хотелось бы буквально пару слов сказать про регулирование биржевых фондов. Да, они у нас есть и они обладают преимуществами в ликвидности. Как здесь уже было правильно отмечено, грамотный, надежный и правильный маркетмейкер может обеспечить и ликвидность фонда, и комфортный порог входа, и (в отличие от открытых фондов) возможность инвестировать в иностранной валюте, что делает данный инструмент максимально интересным для инвесторов, особенно как инструмент знакомства с фондовым рынком. Есть пожелание, возможно, подумать о регулировании биржевых фондов, отдельно от регулирования открытых фондов, которое бы позволяло делать фонды синтетической репликации. А также о передаче имущества в счет оплаты паев. Это является абсолютно нормальной практикой на Западе и вообще за рубежом. То есть нам хотелось бы, в рамках российского регулирования биржевых фондов, иметь весь инструментарий, который наличествует у зарубежных аналогов. Если здесь нужны дополнительные аргументы от индустрии, то мы их, безусловно, подготовим.

Вот чего хотелось бы нам для развития нашей прекрасной индустрии. Надеюсь, ответила на все вопросы.

**Алексей Тимофеев.** Оля, спасибо. Не сомневайся, ответила на все вопросы. Я не очень справляюсь со своей функцией модератора, но знаю, что следующие спикеры тоже умеют выступать лаконично. Уважаемые коллеги, минут 10 — это максимальная роскошь, которую я могу предложить каждому из вас для выступления.

Владимир Кириллов будет следующим выступающим. Владимир возглавляет Совет управляющих компаний НАУФОР,

это своего рода СРО внутри СРО, где обсуждаются вопросы, на которых фокусируется индустрия. Володя, расскажи о повестке дня Совета управляющих компаний: что, на твой взгляд, является важнейшим для развития индустрии.

**Владимир Кириллов.** Поскольку краткость — не мой конек, то буду говорить в два раза быстрее. Здравствуйте, уважаемые участники конференции! Во-первых, хотел бы поблагодарить Банк России от лица Совета УК, от всех управляющих компаний за тот подход, который был применен, за те послабления, которые были сделаны. И хотя наша компания не воспользовалась ими, будучи изначально более готовой к работе дистанционно, но уверен, что для многих управляющих это сильно облегчило жизнь. Мы были в постоянном контакте и с региональными подразделениями, и с центральным аппаратом Банка России, чувствовали их заботу, участие и заинтересованность в том, чтобы все работало хорошо.

Но позавчера было разослано письмо, что послабления заканчиваются. В связи с этим хотел бы отметить, что, к сожалению, эпидемия не начинается и не заканчивается по приказу, многие продолжают работать на удаленке, и гибкость участникам рынка по-прежнему важна и нужна. Мы в целом должны изменять законодательство и надзор таким образом, чтобы учитывать, что персонал и УК, и профучастников теперь все больше будет работать удаленно, и требования привязки контролеров, гендиректора, членов правления, других сотрудников к офису должны измениться. Мы, конечно, должны двигаться к модели, которая даже сейчас может показаться революционной — управляющие компании без офисов. Де-факто это уже произошло. Получен опыт; теперь возможно применять его далее.

Но должно измениться восприятие и контролирующих органов (которые сегодня хотят прийти в офис и убедиться, что все сотрудники сидят на своих местах), и саморегулируемой организации, и восприятие самих сотрудников организа-

ций, конечно. Мы можем оптимизировать затраты на офисные площади, тем более тратить есть на что, о чем скажу далее. Я надеюсь, что нас слушает не только департамент коллективных инвестиций, но и другие подразделения Банка России.

От лица всех управляющих компаний поздравляю Кирилла Валерьевича с назначением! Мы надеемся, что гармонизация регулирования по двум лицензиям, переход на единую отчетность пойдет очень быстро.

Далее. Вышло законодательство по инсайду и по конфликту интересов. Мы ожидаем его вступления в силу с 1 января 2021 года, о чем Кирилл Валерьевич говорил. Это важное законодательство и для рынка, и для страны. Но его исполнение связано с огромной нагрузкой на управляющие компании — на подразделение внутреннего контроля, на сотрудников компаний, на членов правлений и членов советов директоров. Нагрузки связаны как с дополнительным обучением, так и со сложностями в понимании того, что именно считать нестандартной операцией, какие критерии применять и как доказать отсутствие конфликта, нарушения закона об инсайте. Особенный вопрос вызывает контроль сделок при наличии брокерских счетов у сотрудников, у членов советов директоров и, более того, у их родственников. Есть ли возможность принуждать сотрудников и членов совета директоров отчитываться о своих сделках? Что делать, если они не информируют компанию об этом? Что делать с их родственниками? А что делать с теми, кто состоит в гражданском браке? Здесь масса вопросов. И, даже ответив на них, мы столкнемся с другой большой задачей — как осуществить контроль этих сделок в ситуации отсутствия нарушения закона. Сделать это вручную не представляется возможным. Следует ли посадить для анализа целое подразделение, которое будет все анализировать в ежедневном режиме (особенно если сотрудников у компании много). А если выявлена нестандартная, подозрительная операция, то нужно ли отбросить все прочие дела и только лишь

анализировать ее, выверять, писать отчеты контролера. Словом, качественное исполнение этих законов вызывает огромное количество вопросов. Но уже понятно одно — рынок либо заплатит за это очень высокую цену либо нарвется на очень серьезные нарушения и штрафы, которые за эти нарушения составляют сотни тысяч рублей.

Второе важное событие — это проект закона по наличию внутреннего аудитора. На мой взгляд, сделана очередная попытка прямого копирования требований банковского надзора применительно к профучастникам и управляющим компаниям. Посмотрим требования к такому сотруднику, изложенные в пунктах 3.2 и 3.5 постановления. Такой сотрудник подразделения должен быть способным проверять контролера (то есть знать законодательство лучше него), проверять продукты (знать их лучше, чем руководители по продуктам), проверять бизнес-процессы (знать их лучше, чем главы мидл и бэк-офисов), проверять финансы (знать их лучше, чем финансовый директор) и так далее. То есть заменить, по сути, работу всей компании. А, простите, где мы найдем людей, которые будут способны это сделать? Это что за такие золотые специалисты? И сколько такому человеку нужно заплатить? А главное — зачем и кому это нужно на уровне профучастников?

Такие подразделения аудиторов в международной практике существуют в составе крупных финансовых групп, представляют собой реальную, серьезную силу; они не подчиняются руководителю компании, которую проверяют, следят за отсутствием конфликта интересов на уровне финансовой группы, проверяют наличие китайских стен.

А какие критерии применяются в российском проекте? Две тысячи счетов доверительного управления за три квартала, 20 млрд рублей оборота за квартал. Слушайте, на российском рынке уже открыты миллионы брокерских счетов, сотни тысяч счетов ДУ... Что такое 2 тысячи счетов ДУ?! Это признак крупности? В российских ПИФах сотни тысяч

пайщиков, и, кстати, по какой-то причине управляющей компании, имеющей лицензию для работы с ПИФом, это положение не касается. Почему для брокерских компаний показатель крупности — 100 тысяч клиентов, а для ДУ — 2 тысячи? Ведь это 50 раз меньше. Может, законодатель перепутал и хотел написать 200 тысяч? Я считаю, что этот законопроект не до конца продуман, он создает дополнительную, ненужную нагрузку на профучастников и не имеет практического смысла ни для кого — в том виде, в каком предлагается.

И третье. Требования по IT-безопасности и программному обеспечению. В апреле прошлого года, как вы знаете, вышло постановление Банка России о требованиях по защите информации для некредитных финансовых организаций. И для УК опять тот же критерий — 20 млрд оборота и 2 тысячи клиентов в доверительном управлении. При этом у брокеров, повторюсь, опять-таки критерий — 100 тысяч клиентов. При том что в УК, управляющей ПИФами, клиентов могут быть миллионы, но их это положение не касается. Повторюсь еще раз: 2 тысячи клиентов в ДУ на сегодняшний день — это ничто. Видимо, возникла серьезная ошибка, это нужно менять.

Кроме того, с момента выхода названного нормативного акта цены на аудит растут как на дрожжах, цены на СМ-системы растут. Мы посчитали, для профучастника это выливается в затраты десятков миллионов рублей плюс необходимость нанимать дополнительный персонал. А затраты ресурсов для исполнения требования проверки ПО при осуществлении финансовых операций через интернет — в разы больше. И более того, налицо полное непонимание процедур без соответствующих разъяснений регулятора.

Банк России, на мой взгляд, очень торопится в этом вопросе. Мы призываем изменить сами требования и замедлить темп внедрения этих требований.

Но и этого мало. Появился проект Минкомсвязи, который обяывает пере-

йти на отечественное ПО с 1 января 2021 года, а на отечественное оборудование с 2022 года. Поздравляю всех профучастников, мы все попадем в зону действия этого документа как субъекты критической инфраструктуры. Если это требование будет принято в таком виде, то выполнить его будет просто невозможно. Считаю, что такие требования нужно применять только к значимым объектам критической инфраструктуры. Да и то, давать продолжительный срок на приведение в соответствие. Надеюсь, что Банк России здесь не останется в стороне и сможет встать на сторону регулируемых.

В завершение своего выступления хотел бы привести слова из выступления президента России. Цитирую: «Важно не задавить бизнес избыточными требованиями». Спасибо за внимание.

**Алексей Тимофеев.** Володя, спасибо тебе большое и за выступление, и за его темп.

Вопросы затронуты важные. Что касается последней из упомянутых тем, IT-безопасности. Очень важно, что вступление в силу соответствующих требований было отложено на фоне пандемии. Думаю, к этому нужно было бы вернуться в появившееся время, обсудить еще раз. Здесь, мне кажется, есть место для саморегулируемых организаций. Некоторые вещи, которые могли бы быть уточнены или просто делегированы саморегулируемым организациям, они могут сделать без вреда для существа и задач этого проекта.

**Владимир Кириллов.** Полностью согласен. **Алексей Тимофеев.** Хотел бы, чтобы выступление продолжил Евгений Зайцев и сказал несколько слов о конкуренции различных продуктов на финансовом рынке. А также продолжил тему Владимира Потапова — о конкуренции с иностранными инструментами, с иностранными ЕТГаами, а также между продуктами брокерского бизнеса и индустрии коллективных инвестиций. Милости просим. **Евгений Зайцев.** Да, Алексей, спасибо.

Коллеги, добрый день! Всех рад приветствовать в добром здравии в замечательную солнечную погоду. Думаю, что все

здесь обсужденное будет способствовать нашему дальнейшему продвижению в непростом деле не только регулирования рынка и общения с клиентами, но и выстраивания взаимопонимания между всеми операторами финансового рынка.

Алексей, спасибо еще раз. Продолжу тему конкуренции инвестиционных продуктов, понимая, что у этой истории есть внутренняя подоплека — извечная конкуренция между брокерскими продуктами и продуктами доверительного управления. Понятно, что в группе «Сбербанк» присутствуют как одни, так и другие продукты, плюс есть еще инвестиционные накопительные продукты от страховых компаний. И думаю, что эта история гораздо шире, чем собственно брокерские продукты, паевые фонды либо доверительное управление. С моей точки зрения, есть смысл взглянуть на некий мировой опыт.

В конце прошлого года случилось событие, которое не должно было пройти незамеченным для всех, кто работает на финансовом рынке. Крупнейший американский дисконтный брокер Charles Schwab объявил о покупке компании TD Ameritrade. Мы немножко поизучали эту историю. Не буду опускаться глубоко в подоплеку, но изложу основные тезисы.

Как выглядела на момент совершения этой сделки бизнес-модель Charles Schwab? Есть некий временной ряд, на котором можно увидеть, что комиссии за классические торговые услуги брокера у этой компании достаточно сильно снизились. При этом Charles Schwab достаточно успешно развивал (через приобретение, в том числе операционных компаний с соответствующими лицензиями) такие виды услуг, как доверительное управление, паевые фонды и инвестиционное консультирование. На момент совершения сделки Charles Schwab имел 12 млн брокерских счетов, из которых 7 млн — это счета инвестиционных консультантов. Фактически это люди, которые представляют интересы конечных бенефициаров. Это очень важно отметить, потому что, как я уже сказал, наша инфраструктура на сегодняшний день видит брокеров,

видит управляющие компании и начинает уже потихонечку видеть инвестиционных консультантов. Еще один слайд показывает эволюцию бизнес-модели брокерской компании к более широкому спектру предложений в своей продуктовой линейке. Это, собственно говоря, графики зависимости между ожиданиями роста клиентов и снижением опять-таки выручки от классических торговых операций. Как мы видим, тенденция наглядна. И данные компании «Морган Стэнли», и финансовые показатели самого Charles Schwab показывают, что эта тенденция должна сохраниться.

Так к чему вся эта история? По моему убеждению, конфликта, связанного с конкуренцией брокерских продуктов, доверительного управления и инвестиционных накопительных продуктов, в перспективе, собственно говоря, нет. Мы говорим лишь о том, что наши продуктовые предложения должны иметь соответствующую оболочку и быть правильно настроенными относительно потребностей клиентов. И нам кажется (мы практически в этом уверены), что взаимодействие с клиентом не должно заканчиваться только его жизненным циклом, поскольку есть еще большой пласт неисследованных (по крайней мере, в Российской Федерации) взаимоотношений, которые возникают между владельцами инвестиций и их наследниками, родственниками и так далее.

Подытожу. Я думаю, что прямой конкуренции между названными тремя продуктами нет, мы движемся в одном направлении, конкурируя в плане сервисов, это важно отметить. Нас всех ждет необходимость ориентации всех этих продуктов на жизненный цикл клиента, это поле мы должны вокруг него создать и ему соответствовать.

Коллеги говорили насчет опыта, который был получен в условиях пандемии, и я тоже чуть-чуть об этом скажу. В марте мы впервые поставили свои продукты (с достаточно полным объемом сервисов) в онлайн-канал. Мы не говорим, что есть конкуренция между онлайн-каналом и оффлайн-каналом: для нашего клиента

сочетание двух этих каналов — это и есть возможность удобно реализовать свой путь к инвестициям. Но с выходом в онлайн-канал управляющая компания переходит на следующую бизнес-модель. Что это дает? Это дает нам некий фиксированный платеж, который мы осуществляем в сторону цифрового канала, при этом начиная значительно экономить на костях, связанных с оплатой клиентских менеджеров и связанной с ними инфраструктуры. Это позволяет, в том числе, сделать клиентский путь и клиентский опыт более релевантными, в том числе за счет модернизации продуктовой линейки, а также введения реальных (в том числе из-за изменения процентных ставок) комиссий за управление. Это развивает лучшие практики организации клиентского пути.

По продуктовой линейке. Поддерживаю коллег, которые говорили уже сегодня о том, что для регулирования рынка биржевых паевых инвестиционных фондов нужны дополнительные возможности по дистрибуции доходов. В момент, пока клиент является пайщиком и держит пай биржевого фонда, он должен все-таки иметь возможность получать ту ликвидность, которую управляющий может ему предоставить в виде полученных дивидендов, купонов и прочих платежей, которые можно структурировать.

У нас возникают аналогичные вопросы, связанные с валютой. Поскольку на сегодняшний день мы уже научились структурировать продукты с достаточно мелким чеком, позволяющие клиентам в том числе участвовать в операциях на облигационном рынке, где стандартные лоты гораздо выше, чем те чеки, которые сегодня мы можем им предложить через инвестиционный продукт. Эту тему можно развивать поэтапно, а можно сделать комплексное решение через введение разной классификации паев в рамках одного фонда.

Далее, мы поддерживаем предложение о введении единых стандартов раскрытия информации. Хотелось бы двигаться по этому пути гораздо быстрее.

Последняя тема, которую я хотел бы затронуть, связана с тем, что операции, которые сегодня клиентам необходимы в онлайн-канале, требуют как можно большей оперативности. Фактически это должно быть похоже на сервис быстрых платежей. Мы хотели бы попросить вернуться к теме дублированного учета в спецдепозитарии операций по активам паевых инвестиционных фондов.

Кратце, с учетом просьбы модератора по таймингу, у меня все. Спасибо.

**Алексей Тимофеев.** Евгений, спасибо большое. Есть темы, которые мы продолжим обсуждать на следующих сессиях, в том числе, тема взаимодействия и перераспределения функций между управляющей компанией и специализированным депозитарием точно будет обсуждаться более детально.

Алексей, я бы хотел попросить продолжить тему конкуренции продуктов, и очень важно было бы коснуться темы эндаументов, которую впоследствии продолжит Светлана. Я также буду признателен за соображения по поводу развития индустрии.

**Алексей Антонюк.** Спасибо большое. Добрый день, коллеги! Тоже постараюсь лаконично. Хотя тема широкая.

Вообще, если честно, я поражаюсь доброте Кирилла Валерьевича, который терпеливо слушает все страдания нашей отрасли, за что ему и Банку России в его лице спасибо огромное. Однако же я присоединяюсь к тому, что озвучили коллеги. Действительно, требуется уточнение очень многих вещей, которые не совсем понятно, как делать на практике. Тот же вопрос с внутренним аудитом. Управляющие компании, которые находятся в составе крупных финансово-промышленных групп, могут отдать функции внутреннего аудита на аутсорсинг в группу, поскольку та действительно обладает необходимыми ресурсами и экспертизами для того, чтобы обеспечить все те задачи, которые регулятор закладывает в идеологии внутреннего аудита в управляющих компаниях. Это

было бы достаточно логично и правильно, на мой взгляд.

Далее. Если позволите, еще пару новых тем хотел бы озвучить. Сегодня не говорилось о квалификации сотрудников. В прошлом году это было презентовано и дальше все затихло, такое ощущение, что ничего не происходит. Хотелось бы, конечно, чтобы тут уже начала появляться определенность, не хочется неожиданных сюрпризов.

Что касается работы в условиях пандемии, эта тема сегодня звучала, но в другом ключе. В принципе, конечно, очень хорошо, что более комфортно чувствовали себя более цифровые компании. Но это еще раз говорит о том, что инициатива по подключению управляющих компаний к цифровому профилю гражданина, которую выдвинул НАУФОР, безусловно, важна. Считаю, что она должна быть приоритетом для всех.

Теперь, если позволите, немножко скажу о конкурентоспособности. В принципе, конкурентоспособность любых продуктов задается группой из двух факторов. Первая группа — инфраструктурно-правовые факторы (налоговые вычеты, защищенность вложений участников рынка, контроль ЦБ, объем регулирования и тому подобное). Вторая группа — рыночные факторы, которые определяют уже непосредственно доходность продуктов: получают ли инвесторы доходность выше или ниже, чем у банковских депозитов. Поскольку депозит является естественным бенчмарком для такого рода продукта в сознании массового инвестора.

Пример влияния первой группы факторов, инфраструктурно-правовых — это ИИС. ИИСы обладают рядом преимуществ относительно ПИФов, и мы видим даже на статистике кризисных времен, что если приток в ПИФы замедляется (или даже в какой-то момент случается отток), то по ИИСам этого практически не происходит. Они достаточно линейно идут вверх, и, безусловно, это сильно радует. Если увеличится лимит внесения средств

на ИИС либо появится возможность иметь несколько ИИС — это, конечно, усилит их конкурентоспособность. Но при этом у ПИФов есть возможность получить налоговый вычет после владения паями более трех лет — этот фактор тоже достаточно неплохо стабилизируют клиентскую базу в этих продуктах.

Теперь несколько слов по поводу эндаументов. Мы видим, что индустрия эндаументов продолжает рост, хотя сейчас он замедляется в силу понятных экономических причин. Понятно, что сейчас многие жертвователи имеют более приоритетные проблемы, но это временное и достаточно быстро проходящее.

Сейчас вся индустрия целевых фондов — это порядка 29 млрд рублей. Насколько помню, существует порядка 200 зарегистрированных фондов. Все самые крупные фонды рынку хорошо известны. В принципе, рынок достаточно хорошо диверсифицирован среди управляющих компаний, что, на мой взгляд, является положительным фактором, потому что на рынке в разных пропорциях, но достаточно существенно представлены три УК — ВТБ, «Газпромбанк – Управление активами» и «Альфа-Капитал». Институт фандрайзинга в нашей стране развивается не так быстро, как этого хотелось бы, культуры массовых пожертвований нет. Хотелось бы, конечно, чтобы это развивалось быстрее.

Мы видим, что идет рост аппетита к риску, идет некое принуждение, вызванное экономическими факторами, в то, чтобы инвестировать в менее консервативные инструменты. Думаю, следующий год будет достаточно в этом плане показателен, потому что в последние годы все привыкли жить в условиях падающих ставок и растущего рынка облигаций, поэтому люди привыкли к стабильно двузначной доходности, в районе 10%. Сейчас, когда консервативные инструменты в силу цикла снижения ставок Банка России уже приходят к доходности в 4–5–6 % и с учетом того, что снижение может продолжиться, оче-

видно, что следующий год мы встретим (если не будет экстраординарных негативных событий) с достаточно низкими уровнями ставок на рынке облигаций. По сути, это всех поставит перед выбором — либо брать более рискованные стратегии и пытаться заработать, либо смириться с доходностью, которая на консервативных инструментах будет обеспечиваться рынком в районе плюс-минус 4-5%.

В этом есть определенный вызов как для эндаументов, так и для пенсионных фондов. Очень интересно посмотреть, куда будет мигрировать индустрия в этом ключе. Считаю, что аппетит к риску у индустрии чисто экономически будет вынужден повышаться. Потому что иначе уровни доходности, привязанные к консервативному инвестированию, будут недостаточны для удовлетворения, в том числе, уставных целей, которые присутствуют у фондов целевых капиталов. В этом вижу достаточно большой вызов, и он, конечно, потребует перестройки мышления многих людей, которые привыкли делать только консервативные инвестиции.

Я бы еще, вернувшись к регулированию, попросил Банк России уделить больше внимания разъяснению вопроса о конфликте интересов. Потому что вопрос правильный в плане идеологии, но тяжелый; очень много серых пятен в плане правоприменительной практики, особенно когда речь идет об управляющих компаниях, которые сочетают две лицензии. Если НАУФОР и Банк России смогут организовать дополнительные мероприятия, на которых участники рынка смогут обсуждать эти проблемы, в том числе с регулятором напрямую, то это очень сильно поможет. Потому что рисков, в том числе регуляторных, мы видим очень много. Не хочу уходить в конкретику, чтобы не тратить время, но думаю, что коллеги меня поддержат. Спасибо большое.

Алексей Тимофеев. Алексей, спасибо. Что касается эндаументов, то мне было

важно услышать мнение управляющей компании об этой индустрии как о перспективной. Я-то лично считаю ее исключительно перспективным направлением деятельности управляющих компаний. Поэтому среди наших выступающих Светлана Лаврова, которая возглавляет Национальную ассоциацию эндаументов, и это, похоже, наше общее дело теперь. В ближайшее время НАУФОР намерен по мере сил содействовать развитию этой индустрии. Думаю, что у нее очень большой потенциал, и привлечение средств в эндаументы будет значительным. Но об этом лучше скажет Светлана.

Светлана, вам слово.

**Светлана Лаврова.** Добрый день, коллеги! Эндаумент-индустрия — это не только единственный источник долгосрочной стратегической устойчивости некоммерческого сектора, но еще один из немногих источников длинных денег для финансового рынка и для экономики вообще.

Надо, конечно, не забывать, что эндаументы — очень специфические клиенты. И для финансового рынка, и для бизнеса они важны не только как клиенты с деньгами, но и как социальные агенты своего рода. Нынешняя ситуация в стране и мире ведет к тому, что люди все больше и больше обращают внимание не только на бизнесовую сторону, но и на социальные эффекты бизнеса, в том числе финансового. В этой ситуации эндаументы помогают не только поддерживать некоммерческую сферу, но и, скажем цинично, улучшать имидж финансовых компаний во всем мире.

Мы подвели статистический замер состояния отрасли на 31 декабря 2019 года. Согласно этим данным, количество эндаументов в стране — порядка 200, инвестировано в них порядка 20 млрд рублей. Хотя на данный момент в сфере эндаументов не все так прозрачно, как хотелось бы. Несмотря на то, что существует обязательство раскрывать информацию (в законе о целевом ка-

питале есть конкретный перечень — какая именно информация должна быть раскрыта), далеко не все фонды целевого капитала это делают. Из, скажем так, живых фондов часть вообще не предоставляет никакие данные. Для того, чтобы понимать, каково состояние этого рынка и как он развивается, наверное, нужно сотрудничать с управляющими компаниями. Мы обсуждаем сейчас с разными компаниями (в том числе, с членами НАУФОР), как сделать сбор статистики по рынку эндаументов более адекватным, более открытым. Конечно, проще всего сделать это через управляющие компании. Нужно решить несколько технических вопросов (например, внесение в договор пункта об автоматической передаче данных, которые необходимо раскрывать по закону, на адрес НАУФОР), чтобы мы могли собирать информацию более адекватно, быстро, часто и прозрачно. Чтобы улучшилась возможность собирать информацию, хотя бы необходимую по закону, и присваивать в том числе рейтинги прозрачности. Мы по аналогии с финансовым рынком собираемся присваивать рейтинг прозрачности по пятибалльной шкале от D до A+.

Самое важное, что пока эндаументов мало не только вообще, но еще и в абсолютном значении. Собственно, 88% денег сконцентрировано в двадцатке крупнейших фондов. Университеты, конечно, впереди всех. Определился также топ-15 крупнейших, ведущих управляющих компаний, занимающихся фондами целевого капитала. По количеству среди них лидирует компания «Газпромбанк-Управление активами», по объемам — УК «ВТБ Капитал Управление активами».

Чего не хватает для того, чтобы эндаументы развивались более активно? Дмитрий Анатольевич Медведев в свое время, при принятии закона о национальных проектах, сказал, что через год в стране будут тысячи эндаументов. Как видите, их не тысячи даже сейчас, хотя

с тех пор прошло уже 13 лет. Так что же нужно для того, чтобы эндаументы развивались? Во-первых, эндаумент — это некая стратегическая вещь, которая требует стратегического мышления. Нам всем, некоммерческому сектору в частности, критически не хватает такого стратегического мышления. Не хватает, конечно, еще и знания механизмов. Не хватает также политической воли и притока ресурсов со стороны некоммерческого сектора, для того чтобы появлялась возможность заниматься фандрайзингом (коллеги уже говорили, что нужно развивать инструменты фандрайзинга), чтобы возвращать обществу понимание фандрайзинга, — то, которое существовало до советского периода. Ну и, конечно, должна существовать дружелюбная среда.

Естественно, один некоммерческий сектор всего этого сделать не может, это дело всего общества. Участников финансового рынка, конечно, это тоже касается. Поэтому мы совместно с НАУФОР уже несколько лет работаем над улучшением ситуации. Сейчас наше сотрудничество вышло на новый этап. Соответствующий законопроект уже находится в Государственной Думе, мы вносим в него дополнительные улучшения. Конечно же, нужно работать на расширение инвестиционных возможностей эндаументов, тут мы двумя руками «за». И я как в том числе директор одного из крупнейших фондов, Фонда Европейского университета, очень хочу расширить свои инвестиционные возможности. Мы работаем над тем, чтобы ввести более справедливые и комфортные условия как для фондов, так и для управляющих компаний — и в части расходов, и в части вознаграждений, и в части административных процедур упрощения.

Есть важные вещи, над которыми, мне кажется, мы можем работать только совместно. Одна проблема более-менее техническая — объединение целевых

капиталов для целей инвестирования. Здесь интересы сторон полностью совпадают.

Еще одну очень важную вещь обязательно нужно обсудить прямо сейчас. Как мы знаем, в связи с коронавирусом ускорились некоторые процессы, в том числе законодательные. И вот, в начале июня был принят закон, который фактически (не вдаваясь в детали) дает налоговые льготы жертвователям в некоммерческие организации, которые являются социально ориентированными. Таким образом, жертвователь, который сейчас жертвует в такого типа некоммерческие организации, получает возможность сделать пожертвование не из чистой прибыли, а отнести его на затраты. Фактически это налоговая льгота. По стечению обстоятельств фонды целевого капитала не относятся к разряду социально ориентированных некоммерческих организаций, то есть они выпадают из этого закона. Таким образом, на данный момент фонды целевого капитала находятся в невыгодном положении по сравнению с остальными некоммерческими организациями.

Например, донору сейчас на 20% выгоднее пожертвовать деньги напрямую Европейскому университету, а не в фонд целевого капитала этого же вуза. Это очень серьезная угроза, которая в ближайшем будущем сильно затормозит развитие рынка целевых капиталов. И я абсолютно уверена, это наша совместная с НАУФОР позиция, что сейчас нужно громко кричать об этом на всех фронтах и активно исправлять возникшую ситуацию. Это политически очень важно — позиционировать фонды целевого капитала как инструмент стратегической устойчивости некоммерческого сектора и источник длинных денег в экономике, для того чтобы они развивались активно.

Алексей Тимофеев. Светлана, спасибо большое, очень признателен за ваше выступление. Оно было последним на нашей сессии. Через несколько минут

мы будем готовы продолжить конференцию следующей сессией.

А сейчас, уважаемые выступающие, я с вашего позволения и от вашего имени поблагодарю аудиторию за ее внимание, а от имени аудитории поблагодарю вас за ваши выступления. Спасибо большое. □



**Николай Григорьев**

член Совета гильдии маркетологов

# Надо поговорить!

## **МЕДИАТОРАМ АМЕРИКАНСКОЙ САМОРЕГУЛИРУЕМОЙ ОРГАНИЗАЦИИ FINRA в 80% случаев удаётся КОНСТРУКТИВНО РАЗРЕШАТЬ СПОРЫ ИНВЕСТОРОВ И БРОКЕРОВ ВО ВНСУДЕБНОМ ПОРЯДКЕ**

Развитие происходит, в том числе, через конфликты. Если точнее, без конфликтов развитие невозможно. Поэтому стремление построить бесконфликтное общество (или отдельную его страту) следует признать ложной. Избежать конфликта невозможно и не нужно, но вот научиться управлять им и не допускать разрушительных последствий — имело бы смысл.

Начнём с констатации: конфликты являются неотъемлемой частью социальной жизни, «человеческой природы», и в этом смысле — они неустранимы!

Достаточно распространена ложная задача построения «бесконфликтного общества» в целом, или хотя бы локально, в своей сфере деятельности или в своём окружении. Это вредная задача, которая отвлекает ресурсы социума или организаций на бесплодные мероприятия. Потому что конфликтов невозможно избежать, они в большинстве случаев возникают как результат объективных противоречий и никуда не исчезают, продолжают латентно «тлеть». А

потом «совершенно неожиданно» эскалируются и наносят существенный моральный и материальный ущерб.

Реалистичная цель состоит, во-первых, в признании неизбежности и даже «полезности» конфликтов, и во-вторых, в системной(!) трансформации конфликтов в конструктивную развивающую форму. Таким образом, устранять надо не «конфликты вообще», а исключительно деструктивные формы развития конфликтов. Противоречие можно снять не обязательно через полное уничтожение. Есть методы и более цивилизные, и более эффективные.

Фондовый рынок не является исключением. Деятельность на рынке ценных бумаг постоянно порождает конфликтные ситуации в области отношений, интересов, ценностей, данных и структур. За примерами не придется далеко ходить, достаточно присутствия на любом мероприятии НАУФОР, например.

Традиционно существует два основных способа урегулирования конфликтных ситуаций: обращение к власти (судебной или административной) и в ходе переговоров сторон. В первом случае стороны обращаются к властной нейтральной третьей стороне, обладающей правом определять правоту одной из сторон конфликта и властью обеспечивать исполнения своего решения (судебно-административной). Во втором случае стороны принимают на себя ответственность за разрешение спорных вопросов, и в ходе переговоров сами занимаются урегулированием спорных (право) отношений.

Вместе с тем, практика и теория конфликтологии определённым образом утверждают, что на достаточно высоких ступенях эскалации конфликта стороны уже не в состоянии самостоятельно позитивно управлять конфликтными отношениями и осуществлять конструктивную коммуникацию в духе сотрудничества. В таких ситуациях полезна практика медиации (посредничества), которая является формой интегративного диалога с привлечением третьей нейтральной стороны, не обладающей ни правом определять правоту сторон конфликта, ни властью накладывать санкции или обеспечивать исполнение договорённостей сторон. Возникает вопрос, в чем же тогда смысл медиации?

Роль нейтрального медиатора (посредника) в этой ситуации состоит в профессиональном анализе конфликта,

выработке и реализации стратегии его урегулирования, конфликт-коучинге сторон, фасилитации переговоров, применении тактик и приёмов деэскалации конфликта, нейтральной оценки вариантов решения и обеспечении атмосферы самоопределения, психологической безопасности и конструктивного сотрудничества для участников конфликта.

Иногда приходится сталкиваться с контрпродуктивными попытками противопоставить эти способы урегулирования конфликтов — судебный и медиативный; определить, «какой способ лучше». Это в корне неверный подход.

Как сказано Козьмой Прутковым, «мне нравятся больше...обои». В смысле — оба.

Надо понимать, что оба эти способа комплиментарны и прекрасно дополняют друг друга. Более того, активно развиваются синтетический способ «med-arb» (медиация-арбитраж), в ходе которого, на первом этапе, стороны прибегают к процедуре медиации, а в случае невозможности прийти к взаимоприемлемому решению, через чётко определённый срок, автоматически переходят на следующем этапе в третейский/арбитражный процесс.

Процедура медиации привлекательна для спорящих сторон:

- относительной краткосрочностью (редко более 16 часов переговоров);
- полной конфиденциальностью;
- сохранением сторонами полного контроля над процессом и результатами;
- относительной дешевизной (с учётом всех издержек);
- тем обстоятельством, что медиация не исключает возможности защиты своих прав в суде и применяется на любой стадии судебного процесса;
- тем, что она позволяет рассматривать не только вопросы правоотношений, но и вопросы широкого круга иных отношений между сторонами,

— позволяет сохранять деловое сотрудничество в дальнейшем.

Другой важный вопрос — это отношение медиации и адвокатуры. Важно сразу уточнить, что медиаторы и адвокаты не являются конкурентами. Этичные адвокаты, в первую очередь, обязаны защищать интересы клиентов, а не стремиться к эскалации и затягиванию процесса, с целью увеличения своих гонораров. Если процедура медиации отвечает интересам клиента, то адвокат должен первым посоветовать клиенту прибегнуть к внесудебному способу урегулирования конфликта. Разумный клиент такую инициативу безусловно оценит, а присутствие адвокатов на процедуре медиации придаст участникам спора дополнительную уверенность и правовую защиту.

В России процедура медиации регулируется Федеральным законом «Об альтернативной процедуре урегулирования споров с участием посредника (процедуре медиации)» от 27.07.2010 N 193-ФЗ.

Практика медиации на фондовом рынке широко распространена в развитых странах. Примеров множество, а мы приведём лишь один.

В США саморегулируемая организация FINRA (служба регулирования отрасли финансовых услуг, Financial Industry Regulatory Authority) предоставила Американской ассоциации юристов (ABA) и Клинике по правам инвесторов Школы права Университета Пэйса (Investor Rights Clinic Pace Law School) специальный грант — для написания специального руководства для инвесторов (investor's guide), посвящённого альтернативным способам урегулирования споров на фондовом рынке. (FINRA — частная американская корпорация со статусом СРО по контролю за соблюдением правил торговли на внебиржевом рынке.

Содержание руководства раскрывается в подзаголовке: «How to Prevent and Resolve Disputes with Your Broker (Как предотвращать и разрешать конфликты с вашим брокером)».

Итак, медиация — это вид переговоров, в которых участвует нейтральная третья сторона, которая (в отличие от судьи или арбитра) не обладает властью над сторонами, предметом спора, не влияет на результат процесса, но обладает в той или иной степени (это зависит от стиля медиации) процессуальной властью над самой процедурой медиации.

Медиатор направляет стороны в конструктивное интегративное русло, способствует раскрытию релевантной информации и осознанию её сторонами, контролирует уровень эмоционального накала и выявляет глубинные интересы сторон. Процесс выстроен в интересах сторон, является строго добровольным и гибким.

В фасилитативном стиле медиации, медиатор исключительно фасилитирует переговоры, то есть, способствует самоопределению сторон и осознанному диалогу, в котором стороны занимают одновременно и ассертивную, и кооперативную позиции. То есть, имеют возможность одновременно, во-первых, чётко, реалистично осознавать и преследовать собственные интересы; во-вторых, в то же время признавать и уважать интересы противоположной стороны.

Медиация имеет оценивающую направленность. По этой причине интервенции медиатора в ходе процедуры могут быть достаточно сильными: он(а) дополнительно к фасилитации может давать нейтральную оценку предлагаемых решений, даже вносить на рассмотрение сторон некоторые предложения.

Процедура медиации требует высокого уровня доверия сторон, поэтому

соответствующие коллегии опытных посредников создаются, как правило, при общественных профессиональных объединениях, которые гарантируют своим авторитетом квалификацию и нейтралитет медиаторов. В США FINRA имеет соответствующий медиативный сервис и собственный арбитраж. По статистике, медиаторам FINRA удаётся конструктивно разрешать споры инвесторов и брокеров во внесудебном порядке к взаимному удовлетворению сторон в 80% случаев.

Типичная процедура медиации состоит из подготовительной части (премедиации), в ходе которой:

- стороны в споре получают необходимую информацию о процедуре, её стоимости, типовом регламенте, иных условиях и принимают решение об участии/неучастии в процессе;

- в случае согласия, стороны выбирают и согласовывают кандидатуру медиатора;

- подписываются необходимые соглашения по процедуре, в том числе, о конфиденциальности;

- медиатор запрашивает всю необходимую информацию по спору и встречается со сторонами по отдельности, добиваясь полной прозрачности и понимания процедуры у сторон;

- согласовывается состав делегаций сторон, место и время встреч;

- медиатор готовится к первой совместной сессии, вырабатывая варианты стратегии управления диалогом.

Второй фазой процесса является собственно процедура медиации, в которой:

- проводятся переговорные сессии, структурированные определённым образом;

- при согласованном желании сторон привлекается необходимая экспертиза;

- в случае необходимости со сторонами проводятся отдельные сессии (кокусы);

- если стороны договариваются, то готовится медиативное соглашение, которое может быть заверено у нотариуса, после чего оно автоматически приобретает силу исполнительного документа.

Как правило вся процедура занимает от 8 до 16 часов, хотя в особо сложных случаях может длиться и дольше.

В заключении отметим, что во всём мире альтернативные способы урегулирования споров активно развиваются и завоёвывают популярность в корпоративном мире.

Россия пока в этом вопросе несколько отстаёт. Однако скорость, удобство и гибкость альтернативных процедур урегулирования споров, в том числе и медиации, вне всякого сомнения, найдут свою сферу применения и займут достойное место среди инструментов управления у всех продвинутых менеджеров и предпринимателей. □

# Оценка активности рынка акций

**НАЦИОНАЛЬНАЯ АССОЦИАЦИЯ УЧАСТНИКОВ ФОНДОВОГО РЫНКА НАПРАВИЛА В БАНК РОССИИ КОММЕНТАРИИ К ДОКЛАДУ «О ПОДХОДАХ К ОЦЕНКЕ АКТИВНОСТИ РЫНКОВ АКЦИЙ, ОБРАЩАЮЩИХСЯ НА РОССИЙСКИХ ОРГАНИЗОВАННЫХ ТОРГАХ»**

Национальная ассоциация участников фондового рынка направила 16 июля в Банк России комментарии к Докладу «О подходах к оценке активности рынков акций, обращающихся на российских организованных торгах». Доклад был представлен регулятором в мае 2020 года (далее — Доклад). Вопросы Банка России выделены полужирным шрифтом.

## **1. Глава 1 Доклада «Описание проблемы и актуальность ее решения»**

1.1. Считаете ли вы актуальной проблему недобросовестной оценки финансовыми организациями справедливой стоимости активов?

1.2. Насколько такая проблема вызвана неопределенностью понятия активного рынка?

Проблема недобросовестной оценки финансовыми организациями справедливой стоимости активов, безусловно, является актуальной. Публичное обсуждение и выработка регуляторных подходов к ее решению, по нашему мнению,

окажут положительное влияние на развитие и стабильность финансового рынка, в перспективе позволят повысить уровень взаимного доверия инвесторов и контрагентов финансовых организаций друг к другу. Признавая наличие проблемы, считаем важным отметить, что большинство финансовых организаций стремится к долгосрочному и добросовестному ведению бизнеса, расширению клиентской базы и в принципе они не мотивированы к осуществлению недобросовестных действий в определении справедливой стоимости своих активов. В то же время отсутствие критериев оценки и методологии расчета справедливой стоимости активов (признанных регулятором и профессиональным сообществом) создает неопределенность и риски признания соответствующих действий финансовых организаций (по оценке активов) недобросовестными. В связи с этим полагаем, что решение проблемы недобросовестной оценки должно включать в себя в первую очередь выработку и

обсуждение профессиональным сообществом критериев, составляющих лучшую рыночную практику, которые позволяли бы выявлять и квалифицировать действия по справедливой оценке активов как недобросовестные, принимая во внимание в первую очередь их негативные последствия в виде причинения вреда, нарушения прав инвесторов или введение в заблуждение относительно своего финансового состояния, преднамеренный характер таких действий.

Определение активного рынка, используемого в МСФО 13, не приводит количественных критериев. Оно устанавливает общие принципы определения активного рынка, в том числе необходимость подтверждения достаточных объема и частоты сделок, совершения сделок на постоянной основе, на основе всей доступной финансовой организации информации в отношении определенного финансового инструмента. По нашему мнению, данное определение, устанавливая общие принципы (критерии), позволяет финансовым организациям самостоятельно осуществлять справедливую оценку их активов с использованием находящихся в их распоряжении доступных данных, при этом не ограничивая инвестиционные возможности финансовых организаций по вложению средств в финансовые инструменты. В связи с изложенным, а также с учетом комплексного характера проблемы, полагаем, что она не может быть решена исключительно путем нормативного уточнения понятия активного рынка

и введением жестких количественных и качественных критериев для оценки справедливой стоимости финансовых инструментов.

## **2. Глава 2 Доклада «Суть предлагаемых Банком России подходов»**

### **2.1. Критерии активного рынка**

**2.1.1. Согласны ли вы с тем, что предлагаемые критерии содержательно соответствуют определению активного рынка, приведенному в МСФО13?**

Предлагаемые базовые критерии активности в целом содержательно соответствуют определению активного рынка в МСФО 13, но в основном они могут быть рассчитаны и применены к акциям, входящим в первый (высший) уровень списка ценных бумаг, допущенных к организованным торгам. Между тем, полагаем, что базовые, как и дополнительные критерии активности рынка должны быть также доступны и для более широкого круга акций эмитентов, не входящих в первый (высший) уровень списка ценных бумаг. Отсутствие дополнительных критериев активности рынка, включая их количественные показатели, в отношении финансового инструмента, по нашему мнению, не должно приводить к принципиальной невозможности оценки акций на основании данных Уровня 1 МСФО 13, так как дополнительные критерии не указаны в МСФО 13 в качестве обязательных.

**2.1.2. Согласны ли вы с тем что предлагаемые критерии экономически и методологически понятны? Пожалуйста, поясните свой ответ.**

Предлагаемые базовые критерии активности экономически и методологически понятны для определения активности рынка акций, входящих в первый (высший) уровень списка ценных бумаг, допущенных к организованным торгам. Между тем, считаем, что данный подход не может считаться универсальным и применимым, например, в отношении определения активности рынка акций, не входящим в первый (высший) уровень списка ценных бумаг, допущенных к торгам, а также к иностранным торговым площадкам. По данным финансовым инструментам необходимо отдельное обсуждение применимости предлагаемого подхода и доступности информации для расчета критериев. Использование представленных дополнительных критериев активности по сути может исключить возможность оценки акций на основании данных Уровня 1 МСФО 13, что не предполагается правилами МСФО 13. В части представленных дополнительных критериев активности возникают вопросы, в том числе, какой режим торгов сделок РЕПО следует учитывать при определении активного рынка, по каким причинам выбраны указанные в схеме количественные параметры количества и объема сделок РЕПО, необходимость проверки наличия ПФИ на акции.

**2.1.3. Согласны ли вы с тем, что предлагаемые критерии могут быть рассчитаны финансовыми организациями на основании доступной им информации?**

Информация, необходимая для расчета предлагаемых критериев активности рынка, не является полностью доступной для финансовых организаций. Она определенно требует привлечения дополнительных экспертиз и получения информации из платных ресурсов. В частности, по акциям, не входящим в первый (высший) уровень списка ценных бумаг, не является общедоступной информация по показателю free-float, в определенных случаях самостоятельный расчет финансовыми организациями показателя free-float представляется невозможным из-за недоступности информации. По нашему мнению, вопрос доступности информации, необходимой для расчета базовых и дополнительных критериев активности рынка, требует отдельного анализа и обсуждения с финансовыми организациями.

**2.1.4. Согласны ли вы с предлагаемым набором критериев для определения финансовыми организациями активности рынков акций, обращающихся на российских организованных торгах?**

По нашему мнению, введение дополнительных критериев активности рынка должно носить рекомендательный характер и не влечь за собой обязательное определение финансовыми организациями справедливой стоимости акций на основании данных Уровня 2 или Уровня 3 в случае их соответствия базовым критериям активности. Предлагаемый набор критериев также не может быть охарактеризован как доступный для всех финансовых компаний. Изложенные критерии более характерны для рынков с высокой степенью раскрытия информации и не являются доступными для акций, не входящих в первый (высший) список ценных бумаг, допущенных к организованным торгам. В частности, полагаем, расчетный показатель free-float может использоваться дополнительно, но не в качестве базового для

определения активности рынка для целей оценки справедливой стоимости акций. Также полагаем, что критерии должны носить универсальный характер и быть применимы к различным акциям, в том числе обращающимся на иностранных торговых площадках (необходимо учитывать специфику наличия активного оригинального рынка иностранных ценных бумаг). По нашему мнению, данный вопрос требует отдельного обсуждения с финансовыми организациями.

**2.1.5. Согласны ли вы с предлагаемыми количественными значениями указанных критериев?**

Предлагаемые критерии применимы для ограниченного круга акций, в основном входящих в первый (высший) список ценных бумаг, допущенных к торгам. Они не могут быть универсальными для всех акций, так как не позволяют учитывать индивидуальные характеристики эмитента, капитализации, отрасли эмитента. Не являются очевидными представленные цифры в части количества сделок РЕПО, не учтена взаимодополняемость показателей количества сделок РЕПО и ПФИ для целей определения активности рынка акций. По нашему мнению, количественные значения free-float, количественные показатели дополнительных критериев активности требует отдельного обсуждения с финансовыми организациями и обоснования предложенных цифр. В отношении количественных критериев также необходимо учитывать общие замечания к представленному подходу, изложенные в ответах на вопросы выше.

**2.1.6. Как, по вашему мнению, можно было бы улучшить предлагаемые критерии и схему их применения, чтобы обеспечить должный уровень защищенности от злоупотреблений, направленных на искусственное создание активного рынка акций, обращающихся на российских организованных торгах?**

По нашему мнению, несоответствие акций дополнительным критериям активности не должно приводить к обязательному определению справедливой стоимости на основании данных Уровня 2 или Уровня 3 иерархии МСФО 13, так как дополнительные критерии активности должны носить рекомендательный характер для финансовых организаций. Для минимизации злоупотреблений, на наш взгляд, необходимо использование действующих дополнительных критериев МСФО 13 по исключению из расчета сделок с активом со связанными сторонами, сделок экономически заинтересованных сторон, законодательства об инсайде и других норм. Введение жесткого регулирования критериев и порядка их применения для определения справедливой стоимости активов финансовыми организациями, по нашему мнению, способно определить повлиять на инвестиционную активность финансовых организаций в части выбора финансовых инструментов, но не повысить уровень защиты от злоупотреблений, направленных на искусственное создание активного рынка акций.

**2.1.7. Считаете ли вы оптимальным полученное количество акций, рынки которых удовлетворяют критериям, представленным на схеме 2?**

По нашему мнению, 50 акций, удовлетворяющих представленным критериям, не могут считаться репрезентативной выборкой для раскрытия понятия активного рынка на основе данных биржевых торгов и достаточными для универсального применения критериев, предложенных финансовыми организациями. Поставленный вопрос необходимо рассматривать с учетом предложений по корректировке критериев, изложенных выше, а также оценить его применимость к иностранным акциям, допущенным к публичному обращению в Российской Федерации.

2.1.8. Приведите примеры обращающихся на российских организованных торгах акций, которые, по вашему мнению, соответствуют понятию активного рынка, предусмотренного МСФО 13.

По нашему мнению, ответ на данный вопрос предполагает использование критериев активности рынка, которые разрабатываются финансовыми организациями самостоятельно в рамках учетной политики. На основе предложенных критериев полагаем, что практически все акции, включенные в индексы ММВБ, соответствуют понятию активного рынка МСФО 13.

2.1.9. Есть ли, по вашему мнению, в котировальных частях списков ценных бумаг, допущенных к российским организованным торгам, акции, не соответствующие понятию активного рынка, предусмотренного МСФО 13?

Полагаем, что такая ситуация потенциально возможна, если на рынке отсутствуют сделки с акциями (и, соответственно, их котировки) в течение продолжительного времени (например, более 90 торговых дней).

2.1.10. Считаете ли вы целесообразным представление схемы 2 в качестве разъяснений?

По нашему мнению, схема 2 может быть предложена финансовым организациям в качестве аналога «наилучшей практики», с учетом сделанных выше комментариев по содержанию схемы и дополнительному обоснованию количественных и качественных показателей дополнительных критериев.

2.1.11. Целесообразно ли, по вашему мнению, предоставление финансовым организациям, помимо качественных подходов по формированию критериев активности рынка, еще и количественных критериев активного рынка?

По нашему мнению, представление количественных критериев активного рынка возможно, но должно носить рекомендательный характер, оставляя за финансовыми организациями право определять их самостоятельно или

в пределах неких границ при оценке справедливой стоимости акций. Предоставление количественных показателей применительно к дополнительным критериям для определения активности рынка (наличие сделок ПФИ и сделок РЕПО) мы считаем нецелесообразным, так как количество указанных сделок не должно оказывать определяющее влияние на оценку справедливой стоимости акции.

2.1.12. Какую периодичность пересмотра Банком России предлагаемого набора критериев и их количественных значений вы считаете оптимальной для обеспечения актуальности таких критериев рыночным реалиям (при одновременном недопущении создания для финансовых организаций чрезмерных издержек в области учета акций в своих портфелях).

По нашему мнению, пересмотр набора критериев целесообразно осуществлять не более чем один раз в несколько лет, как минимум, для обеспечения стабильности применяемых критериев для целей учетной политики финансовой организации и установленных законодательством сроков внесения изменений в нее (за исключением экстраординарных рыночных ситуаций, требующих незамедлительного решения).

Количественные критерии могут пересматриваться не чаще чем один раз в три месяца, так как должны отражать рыночные реалии, а их применение финансовыми организациями должно носить рекомендательный характер. При этом сроки пересмотра количественных критериев должны быть равноудалены от отчетных дат (во избежание избыточной нагрузки на финансовые организации).

2.1.13. Может ли, по вашему мнению, любое лицо на основании информации, содержащейся в открытом доступе, самостоятельно рассчитать значение коэффициента free-float по любым акциям?

По нашему мнению, объем информации, необходимой для точного

расчета коэффициента free-float, не является доступным для всех финансовых организаций; рассчитать самостоятельно данный коэффициент не всегда представляется возможным, также расчет требует существенных временных затрат и анализа большого объема информации. В частности, методика расчета коэффициента free-float требует доступности информации об общем количестве акций (пакетах акций), принадлежащих определенным собственникам или бенефициарам, анализа характера инвестиций (приобретения пакета акций). Полагаем, что информация по коэффициенту free-float, в случае его включения в базовые критерии активности, должна публиковаться и быть доступной всем заинтересованным лицам.

2.1.14. Считаете ли необходимым предусмотреть обязанность организатора торговли рассчитывать и раскрывать на своем сайте в Интернете значения коэффициента free-float по всем акциям, допущенным к организованным торгам?

Полагаем, что информация по коэффициенту free-float, в случае его включения в базовые критерии активности, должна публиковаться и быть доступной всем заинтересованным лицам.

2.1.15. Для каких еще целей, помимо расчета значений предлагаемых критериев активного рынка, необходимы значения коэффициента free-float по акциям, не содержащимся в котировальной части списка ценных бумаг, допущенных к организованным торгам?

Данный показатель применяется для целей собственного расчета ликвидности позиций, формирования инвестиционного портфеля финансовыми организациями, формирования обеспечения (в том числе в рамках Указания Банка России № 4928-У от 08.10.2018 года), оценки ликвидности финансовых инструментов для целей риск-менеджмента и в других

аспектах, связанных с управлением рисками.

2.2. Схема принятия решения относительно активности рынка акций

2.2.1. Какая степень раскрытия используемых Банком России в рамках схемы 3 критериев активного рынка, по вашему мнению, является оптимальной: полное нераскрытие, раскрытие набора критериев и их сути или раскрытие формул для расчета таких критериев с указанием ориентировочных диапазонов принимаемых ими значений?

Полагаем, что вариант максимально полного раскрытия Банком России набора критериев, их сути и формул для расчета активности рынка является наиболее предпочтительным и будет способствовать внедрению стандартов лучшей практики, повышению доверия и уменьшению практики недобросовестных действий со стороны финансовых организаций при определении справедливой стоимости финансовых инструментов.

2.2.2. Считаете ли вы предлагаемое наименование Списка (а именно, «Список неактивно торгуемых рынков») соответствующим цели, для достижения которой его предполагается создать? Какие варианты наименования Списка вы могли бы предложить?

Полагаем, что предлагаемое наименование Списка в принципе приемлемо и соответствует цели его создания. В качестве дополнения возможно использовать наименование с включением указания финансового инструмента, например, «Список неактивно торгуемых рынков акций».

2.3. Площадка для создания Совета

2.3.1 Считаете ли вы целесообразным оплату деятельности экспертов, являющихся представителями участников финансового рынка, в Совете для повышения эффективности его деятельности?

По нашему мнению, оплата деятельности экспертов, являющихся представителями участников финансового рынка, не должна оказывать суще-

ственного влияния на эффективность деятельности Совета.

2.3.2. Считаете ли вы, что возмездное участие экспертов в Совете, при условии его создания на базе рыночной структуры, будет способствовать повышению тарифов на услуги, предоставляемые соответствующим рыночным институтом (например, на скорость листинга в случае создания Совета на базе организатора торговли)?

Мы не можем исключить, что возмездность участия экспертов в деятельности Совета за счет средств соответствующего рыночного института может оказать влияние на стоимость услуг соответствующего рыночного института.

2.3.3. Какие иные способы управления конфликтом интересов, помимо самоотвода являются эффективными? Пожалуйста, поясните свой ответ.

По нашему мнению, описанные в Докладе меры достаточны для урегулирования конфликта интересов, в соответствии со сложившейся практикой урегулирования. На наш взгляд, наиболее эффективным способом недопущения конфликта интересов является обеспечение максимальной представительности участников Совета.

2.3.4. На базе какой площадки целесообразно создавать Совет? Например, при Банке России (без привлечения или с привлечением экспертизы со стороны участников рынка), при одном организаторе торговли, при каждом организаторе торговли, на базе Ценового центра НКО АО НРД, при иной инфраструктурной организации финансового рынка, при каждой саморегулируемой организации в сфере финансового рынка?

По нашему мнению, оптимальной площадкой для создания Совета является Банк России или инфраструктурная организация финансового рынка по причине доступности объемов информации, подлежащих анализу, необходимости обеспечения ее раскрытия, а также администрирования деятельности Совета.

2.4. Принципы формирования Совета

2.4.1. Какие квалификационные и профессиональные требования в отношении членов совета, по вашему мнению, целесообразно предусмотреть?

Указанные в Докладе квалификационные и профессиональные требования считаем достаточными.

2.4.2. Представители каких органов (организаций), по вашему мнению, могут являться членами Совета?

Считаем целесообразным формирование Совета максимально широким составом, с включением в него представителей профессиональных участников рынка ценных бумаг, управляющих компаний, специализированных депозитариев, представителей инвесторов, негосударственных пенсионных фондов, представителей бирж, Банка России, экспертов и аудиторов в области МСФО.

2.4.3. Считаете ли вы целесообразным включение в состав Совета представителей Банка России? В случае положительного ответа приведите, пожалуйста, примеры компетенций представителей Банка России, наличие которых целесообразно учитывать при включении таких лиц в состав Совета (если возможно, укажите наименования соответствующих структурных подразделений Банка России).

Мы считаем целесообразным включение в состав Совета представителей Банка России, обладающих компетенциями и экспертизой в области бухгалтерского учета, анализа рынка, риск-менеджмента, корпоративного управления.

2.4.4. Считаете ли вы целесообразным применение к членам Совета предлагаемых требований к деловой репутации? Пожалуйста, поясните свой ответ.

По нашему мнению, применение предлагаемых требований к деловой репутации членов Совета является целесообразным и позволит сформировать Совет из лиц, обладающих высокой деловой репутацией.

2.4.5. Считаете ли вы целесообразным формализацию ценностей, которым должны соответствовать члены Совета? Пожалуйста, поясните свой ответ.

По нашему мнению, формализация ценностей, которым должны соответствовать члены Совета, не является приоритетом в организации его деятельности.

2.4.6. Каким образом, по вашему мнению, можно проверять соответствие деятельности членов Совета заявленным ценностям?

Мы не считаем целесообразным проведение специальных проверок действий членов Совета на соответствие задекларированным ценностям, а также внедрение механизма проведения таких проверок в положение о Совете.

2.4.7. Считаете ли вы необходимым установление ответственности членов Совета за недобросовестное поведение в рамках деятельности Совета? Пожалуйста, поясните свой ответ. В случае положительного ответа укажите, какие виды ответственности для членов Совета целесообразно предусмотреть.

По нашему мнению, в качестве основной мерой ответственности должна рассматриваться утрата деловой репутации в случае выявления недобросовестного поведения.

2.4.8. Считаете ли вы предлагаемый количественный состав Совета достаточным для формирования им взвешенной позиции при одновременном управлении конфликтом интересов?

По нашему мнению, количественный состав Совета может быть уменьшен до 20 человек. Для рассмотрения определенного вопроса, входящего в компетенцию Совета, на наш взгляд, достаточно 15 человек для принятия решения.

2.4.9. Должен ли, по вашему мнению, Банк России осуществлять контроль за формированием Совета?

По нашему мнению, допустимы механизмы осуществления контроля со стороны Банка России за формированием Совета и соответствия членов

Совета требованиям деловой, что должно отражаться в Положении о Совете.

2.5. Правила формирования и актуализации Списка

2.5.1. Считаете ли вы целесообразным ограничение круга лиц, которые могут направлять обращения в Совет? Пожалуйста, поясните свой ответ.

Мы поддерживаем подход по ограничению круга лиц, которые вправе направлять мотивированные обращения в Совет и по мотивации обращений.

2.5.2. Какие еще органы или организации целесообразно учитывать в рамках приведенного ограничения?

По нашему мнению, перечень организаций, которые вправе обращаться в Совет, может быть дополнен или изменен, исходя из компетенции Совета. В частности, перечень может быть расширен за счет включения в него эмитентов или готовящихся к IPO/SPO компаний, специализированных депозитариев, организаторов торговли, Агентства по страхованию вкладов.

2.5.3. Считаете ли вы, что направлять обращения могут все маркет-мейкеры? Или же перечень маркет-мейкеров должен быть ограничен какими-либо критериями (например, отсутствием установленного Банком России факта участия маркет-мейкера в осуществлении деятельности, являющейся неправомерным использованием инсайдерской информации и(или) манипулированием рынком, или наличием у маркет-мейкера определенного уровня квалификации и профессионального опыта)?

По нашему мнению, право маркет-мейкеров направлять обращения в Совет нецелесообразно ограничивать дополнительными критериями.

2.5.4. Какие иные меры, направленные на обеспечение информации ограниченного доступа, по вашему мнению, являются целесообразными в рамках деятельности Совета?

По нашему мнению, заключение соглашений о конфиденциальности (в соответствии с действующим законодательством) с членами Совета позволит обеспечить достаточную защиту информации ограниченного доступа.

2.5.5. Какие еще органы или организации могут направлять сообщения об исключении акций из Списка?

Как отмечалось выше, перечень организаций, которые вправе обращаться в Совет, помимо эмитентов, может быть дополнен специализированными депозитариями, организаторами торговли, Агентством по страхованию вкладов.

2.5.6. Считаете ли вы целесообразным создание апелляционной комиссии при Совете для рассмотрения обращений об исключении акций из Списка? Пожалуйста, поясните свой ответ.

По нашему мнению, данный вопрос может быть дополнительно обсужден с профессиональным сообществом в случае создания Совета и определения его компетенции.

2.5.7. Каков, на ваш взгляд, оптимальный количественный состав апелляционной комиссии при Совете?

См. ответ на предыдущий вопрос.  
2.5.8. Должен ли Банк России осуществлять контроль за формированием Списка (например, валидировать критерии, используемые Советом для оценки активности рынков акций)?

По нашему мнению, представители Банка России должны участвовать в деятельности Совета, в том числе осуществлять контроль за формированием Списка.

2.5.9. Какова на ваш взгляд роль внутреннего контроля, внутреннего аудита и службы управления рисками органа (организации), на базе которого создается Совет (при их наличии в таком органе (организации), в осуществлении контроля за формированием Списка? Должно ли быть определено, по вашему мнению, специальное должностное лицо, осуществляющее соответствующий контроль?

По нашему мнению, Совет должен быть независимым от внутренних служб организации, на базе которой осуществляется деятельность Совета.

**2.5.10. Считаете ли вы необходимым создание горячей линии для подачи участниками финансового рынка обращений и жалоб, в том числе на неэтичное поведение членов Совета?**

По нашему мнению, введение горячей линии представляется излишним, так как данный механизм может быть потенциально использован для оказания давления на членов Совета и совершения недобросовестных действий. Также рассмотрение жалоб и обращений потребует создания дополнительных процедур и комиссий, обеспечивающих их рассмотрение и направление ответов. Участники финансового рынка не лишены возможности обращения с жалобами и обращениями в Банк России, в саморегулируемые организации финансового рынка в соответствии с целью обращения.

**2.6. Правила раскрытия Списка и иной информации о деятельности Совета.**

**2.6.1. Считаете ли вы необходимым раскрытие Списка и изменений в него?**

Полагаем, что Список должен раскрываться на интернет-сайте Банка России или интернет-сайте организации, на базе которой будет создан Совет, для обеспечения доступности информации всем участникам финансового рынка.

**2.6.2. Как, по вашему мнению, следует маркировать Список на сайте?**

Мы поддерживаем необходимость специального маркирования наименования Списка на главной странице интернет-сайта организации, при которой планируется создание Совета способом, позволяющим совершать быстрый переход на основную страницу интернет-сайта, на которой будет размещен полный Список и необходимая информация о деятельности Совета.

**2.6.3. Какие еще сведения, по вашему мнению, целесообразно предусмотреть для раскрытия в Списке?**

По нашему мнению, перечень сведений, подлежащих раскрытию в Списке, должен включать наименование торговой площадки, а также строку для включения дополнительных комментариев (при их наличии). Считаем целесообразным дополнительное обсуждение формата Списка для целей раскрытия, а также его наименования с участниками финансового рынка.

**2.6.4. Считаете ли вы необходимым раскрытие состава Совета в открытом доступе?**

По нашему мнению, состав Совета необходимо раскрывать в публичном доступе. При этом использовать подход, аналогичный подходу ПАО «Московская Биржа» в отношении членов Экспертного совета по листингу. Риски оказания заинтересованными лицами воздействия на членов Совета при принятии решений, полагаем, должны нивелироваться положениями о конфликте интересов, порядком проведения заседания Совета и порядком принятия решений, включенными в соответствующее положение о Совете или иные внутренние документы, регулирующие деятельность Совета.

**2.6.5. Какую еще информацию о деятельности Совета целесообразно раскрывать?**

По нашему мнению, целесообразно раскрывать информацию о планируемых заседаниях Совета, повестке заседания, иную информацию, по решению Совета или председателя Совета.

**2.6.6. Кто должен осуществлять контроль за раскрытием Списка и изменений в него?**

По нашему мнению, контроль за раскрытием Списка и внесением в него изменений должен осуществлять Банк России.

**2.7. Роль Банка России при реализации различных вариантов подхода 1**

**2.7.1. Целесообразно ли наделение представителей Банка России в случае их вклю-**

**чения в Совет правом вето на решения, принимаемые Советом?**

Мы считаем нецелесообразным наделение представителей Банка России (включенных в состав Совета) правом вето на решения Совета. Решения в Совете должны приниматься голосованием экспертов, участвующих в рассмотрении вопроса. Иной подход лишает смысла само создание Совета.

**2.7.2. Какой из вариантов в рамках подхода 1.1 (Совет в роли рекомендательного органа для принятия Банком России окончательных решений), приведенный на схеме 3: 1.1.1 (с внесением сведений об акциях в Список) или 1.1.2 (без внесения сведений об акциях в Список) является наиболее предпочтительным?**

По нашему мнению, в рамках подхода 1.1. наиболее предпочтителен вариант 1.1.2 (без внесения сведений об акциях в Список) или введение специального маркирования в Списке финансового инструмента, по которому возникли разногласия. Список предполагается публичным и должен служить ориентиром для участников финансового рынка, которые должны обладать равным доступом к нему для целей оценки справедливой стоимости активов.

**2.7.3. В случае выбора варианта 1.1.2 на схеме 3 считаете ли вы целесообразным информирование других финансовых организаций о принятом Банком России решении о признании рынка акций неактивным? Каким образом, по вашему мнению, целесообразно осуществлять такое информирование?**

По нашему мнению, такое информирование может осуществляться отдельным сообщением или выделением финансового инструмента в Списке. См. ответ на предыдущий вопрос.

**2.7.4. Какая роль должна быть отведена Банку России в рамках реализации подхода 1 (вариант 1.1 или 1.2)?**

По нашему мнению, Банка России должен осуществлять надзорные функции и применять меры в отношении

конкретной финансовой организации, что отражено в варианте 1.2 подхода 1 в Докладе.

**2.7.5. Целесообразно ли, по вашему мнению, участие представителей Банка России в деятельности Совета в качестве его членов в рамках варианта 1.1 на схеме 3?**

По нашему мнению, участие представителей Банка России в деятельности Совета в рамках варианта 1.1 (Совет в роли рекомендательного органа) не является целесообразным, так как не предполагает принятие окончательного решения Советом.

**2.8. Сравнительный анализ предлагаемых подходов**

**2.8.1. В какие еще нормативные акты требуется внесение изменений в рамках изложенных подходов?**

Изменения должны быть внесены в нормативные акты, регулирующие порядок расчета чистых активов и стоимости чистых активов, отраслевые стандарты бухгалтерского учета. Конкретный перечень нормативных актов, подлежащих изменению, может быть уточнен после принятия решения на основе обсуждения доклада.

**2.8.2. Каков, по вашему мнению, оптимальный срок вступления в силу указанных регуляторных изменений?**

По нашему мнению, срок вступления в силу указанных регуляторных изменений должен быть не менее одного года после принятия изменений.

**2.8.3. В какой срок (начиная с даты включения акций в Список) финансовой организации следует переоценить справедливую стоимость акций на основании исходных данных Уровня 2 или Уровня 3?**

По нашему мнению, принципиально должна быть исключена возможность применения Списка к прошедшим отчетным периодам финансовых организаций; решения Совета должны распространяться только на будущие отчетные периоды финансовых организаций. Пересмотр критериев определения активности рынка не может проводиться чаще чем 1 раз в 3 месяца,

с учетом того, что даты пересмотра должны быть равноудалены от предшествующей и будущей отчетных дат (окончание месяца, квартала). Также данный вопрос требует дополнительной экспертизы и обсуждения с различными финансовыми организациями по мере принятия решения.

**2.8.4. Полагаете ли вы возможным в целях оперативности такой переоценки использовать аутсорсинг, услуги Ценового центра НКО АО НРД, услуги иных институтов финансового рынка, осуществляющих определение стоимости активов?**

По нашему мнению, возможность и целесообразность использования услуг сторонних организаций для проведения переоценки должна определяться каждой финансовой организацией самостоятельно.

**2.8.5. Каковы, по вашему мнению, условия доверия финансовых организаций к оценкам, предоставляемым Ценовым центром НКО АО НРД, иными институтами финансового рынка, осуществляющими определение стоимости активов?**

По нашему мнению, принципиальным является подход к самостоятельной оценке финансовыми организациями справедливой стоимости активов, с учетом положений МСФО 13 и принятых ими моделей.

**2.8.6. Какой подход, по вашему мнению, наиболее целесообразен применительно к сроку, в течение которого финансовая организация должна будет привести свои пруденциальные нормативы в соответствии с требованиями регулирования: установление на уровне нормативных актов Банка России единого срока или установление сроков в зависимости от ситуации конкретной финансовой организации, например в рамках предписаний Банка России?**

По нашему мнению, возможно сочетание предложенных подходов, так как они не противоречат друг другу.

**2.8.7. Считаете ли вы допустимым удорожание отдельных услуг на финансовом рынке при условии сопутствующего повышения степени информированности участников**

**финансового рынка об активности рынков акций, обращающихся на российских организованных торгах?**

По нашему мнению, стоимость услуг определяется рыночными факторами, а также потребностью финансовых организаций в их получении, а также качеством предоставляемых услуг.

**2.9. Общие вопросы для обсуждения по разделу 2 главы 2**

**2.9.1. Целесообразно ли, по вашему мнению, формирование Списка?**

Формирование и публикация Списка должны являться результатом работы Совета (в случае его формирования и наделения компетенцией по определению активности рынка определенных финансовых инструментов); данные Списка должны быть доступны всем финансовым организациям для принятия соответствующих решений. При этом формирование и публикация Списка способны оказывать существенное влияние на инвестиционные решения и в определенной мере ограничивать инвестиционную активность в отношении определенных финансовых инструментов, указанных в Списке, что, очевидно, не должно являться целью формирования и публикации Списка. В связи с этим, важно определение статуса Списка (рекомендательный или обязательный характер для применения финансовыми организациями), полнота раскрытия в нем информации относительно примененных критериев активности рынка в отношении определенного финансового инструмента и оценки их постоянства, а также возможности пересмотра. По нашему мнению, решение данного вопроса требует взвешенного подхода и зависит от выбора одного из подходов к роли и компетенции Совета, изложенных в разделе 2.5 Доклада.

**2.9.2. В каких еще областях целесообразно использовать информацию, предполагаемую для включения в Список (например, при принятии инвесторами инвестици-**

онных решений и установлении лимитов на контрагентов; для расчета в целях налогового учета рыночной стоимости акций, обращающихся на российских организованных торгах; для осуществления обратного выкупа акций, обращающихся на российских организованных торгах, по текущим рыночным ценам; для оценки справедливой стоимости облигаций, обращающихся на российских организованных торгах; для определения стоимости инвестиционных паев открытых паевых инвестиционных фондов при их погашении; другое)?

По нашему мнению, возможности использования информации, предлагаемой для включения в Список, объективно зависят от содержания Списка и его характера (см. ответ на вопрос 44 выше). Также полагаем целесообразным введение каких-либо ограничений или возможности дополнительного регулирования использования информации, включенной в Список.

**2.9.3. Какой из предлагаемых подходов (1 или 2) является наиболее эффективным для решения проблемы, представленной в главе 1 настоящего Доклада?**

По нашему мнению, подход 1, предполагающий участие Совета в составлении Списка, является предпочтительным. Он имеет потенциал внедрения на рынок наилучших практик и моделей расчета оценок справедливой стоимости активов, проверенных всеми финансовыми организациями, что будет способствовать уменьшению практики формального подхода к оценке справедливой стоимости активов.

Мы не поддерживаем внедрение Подхода 2, в соответствии с которым предполагается принятие единолично-

го решения в части оценки активного рынка самим Банком России.

**2.9.4. Какие, по вашему мнению, ограничения (риски) существуют у каждого из предлагаемых подходов?**

Мы согласны с описанием рисков (последствий) внедрения каждого из предлагаемых подходов, изложенных в Докладе. Подход 1 уступает подходу 2 по оперативности произведения финансовыми организациями корректировок справедливой стоимости акций, включенных в Список. Вместе с тем, его преимуществами являются:

1) формированию культуры ответственного поведения на финансовом рынке (за счет обеспечения причастности участников финансового рынка к формированию критически важных решений),

2) равный доступ к информации о неактивности рынков акций не только для финансовых организаций, но для розничных инвесторов, что в свою очередь направлено, в том числе, на обеспечение защиты прав инвесторов на финансовом рынке, их равенство на финансовом рынке.

**2.9.5. Какие последствия для различных (в зависимости от рыночного сектора) финансовых организаций возникают при имплементации каждого из предлагаемых подходов?**

Общий комментарий по данному вопросу изложен выше. Более точная оценка требует проведения дополнительного обсуждения с представителями финансовой индустрии.

**2.9.6. Имеется ли у вас альтернативное предложение решения проблемы, представленной в главе 1 настоящего Доклада?**

Предлагаемые меры по внедрению практики публикации Списка и созданию Совета (подход 1) представляются

перспективными для целей развития российского финансового рынка, внедрения наилучших практик и моделей добросовестной оценки справедливой стоимости активов. □

---

# Вирус

**СБЕРБАНК ОПУБЛИКОВАЛ ИССЛЕДОВАНИЕ ТОГО, КАК МЕНЯЛОСЬ ФИНАНСОВОЕ ПОВЕДЕНИЕ ЕГО СОСТОЯТЕЛЬНЫХ КЛИЕНТОВ ДО И ВО ВРЕМЯ ПАНДЕМИИ**

Сбербанк проанализировал, как менялось инвестиционное поведение клиентов, обслуживаемых в премиальном формате, с начала года, включая период коронакризиса. Как оказалось, состоятельные люди активно инвестировали в фондовый рынок, покупали валюту, использовали удаленные каналы для совершения операций и принимали участие в онлайн-мероприятиях. Инвестиционный портфель среднего клиента премиального формата еще в начале года превысил триллион рублей, а к концу июня вырос на 14%.

В самый нестабильный период на рынке (с марта по май 2020 года) среди состоятельных клиентов Сбербанка наблюдался значительный рост активности. Количество клиентов, совершающих операции с ценными бумагами, выросло на треть, что привело к росту количества сделок на брокерских счетах в 3,3 раза. Также клиенты проявили большую склонность к риску в рублевых инвестициях: более чем в 3 раза вырос объем покупок акций по сравнению с аналогичным периодом 2019 года. А вот с облигациями сложилась обратная ситуация — объем покупок

упал на 25%. С валютными вложениями клиенты вели себя более консервативно: валютных облигаций приобрели на 25% больше, чем акций.

Рост курса доллара США в марте привёл к всплеску объема конверсионных операций. Клиенты больше продавали валюту, чем покупали. Но с апреля интерес к валютнообменным операциям начал снижаться. В июне клиенты в два раза больше покупали иностранную валюту, чем продавали.

За время пандемии траты клиентов, обслуживаемых в премиальном формате, сократились в два раза. Снизились расходы на самые популярные категории: «туризм», «рестораны», «одежда», которые в период самоизоляции стали недоступны или не востребованы. Еще в январе на туризм и транспорт клиенты расходовали до 20% средств. Траты на рестораны до кризиса составляли 15%.

Во время самоизоляции структура расходов клиентов изменилась. На продукты питания стало тратиться около трети, что для премиального сегмента в целом нехарактерно. Состоятельные клиенты

также начали активно заниматься бытовым обустройством: приобретали технику, товары для дома и ремонта. Наибольшей популярностью пользовались продукты фирмы BORK и Miele.

Но уже в июне, с начала снятия режима самоизоляции, клиенты стали восполнять долгое отсутствие привычных для них развлечений. Траты на категории «туризм/транспорт», «одежда», «красота», «рестораны» увеличились в два раза. ■



**Виктор Коновалов**  
заместитель директора «Интерфакс-ЦЭА»

# Котировки наступают

## РОССИЙСКИЕ АКЦИИ И ОБЛИГАЦИИ ПРОДОЛЖИЛИ ВОССТАНАВЛИВАТЬСЯ В МАЕ БЛАГОДАРЯ ПОСТЕПЕННОМУ СНЯТИЮ КАРАНТИННЫХ ОГРАНИЧЕНИЙ

Снятие карантинных ограничений и выросшие цены на нефть после вступления в силу новых договоренностей ОПЕК+ повысили котировки российских акций. Индекс РТС вырос за месяц на 8,4% — до 1219,76 пункта, а рост индекса МосБиржи за счет укрепления рубля оказался более скромным — 3,2% (к закрытию торгов 29 мая индикатор поднялся до 2734,83 пункта).

### Рынок акций РФ в мае вырос

Российский рынок акций начал последний месяц весны со снижения вслед за мировыми фондовыми площадками на вернувшихся опасениях возобновления торговой войны между США и Китаем; откат смягчила подросшая нефть на ожиданиях постепенного устранения дисбаланса на рынке после вступления в силу с 1 мая новой сделки ОПЕК+. Президент США Дональд Трамп заявил 3 мая в эфире телеканала Fox News, что Китай, по его мнению, «совершил ошибку», пытаясь скрыть распространение коронавируса. Он отметил, что введение пошлин является «важным инструментом» в переговорах с КНР.

Однако уже 5 мая рынок акций РФ отыграл просадку первого торгового дня благодаря росту

внешних фондовых площадок и раллирующей нефти (Brent превысила отметку 30 долларов за баррель) на надеждах постепенного восстановления мировой экономики после снятия карантина по COVID-19. Индекс МосБиржи отскочил выше 2650 пунктов, индекс РТС — выше 1130 пунктов; при этом лидерами подъема выступили бумаги нефтяных компаний. По данным нефтесервисной компании Baker Hughes, число действующих нефтяных буровых установок в США в последнюю неделю апреля сократилось на 53 единицы — до 325 установок.

Таким образом, на фоне сохранения карантинных ограничений в стране (в Москве режим самоизоляции был продлен властями до конца мая) российский фондовый рынок в течение межпраздничной майской недели демонстриро-

вал смешанную динамику, в то время как внешние фондовые площадки и нефть показали умеренный рост. Лидерами повышения в начале мая выступили «префы» «Россетей» на новостях о рекордных дивидендах: совет директоров компании рекомендовал утвердить выплату финальных дивидендов за 2019 год в объеме 18 млрд рублей (на «обычку» — 0,0885 рубля, на «префы» — 0,1893 рубля).

Попытки «медведей» зафиксировать прибыль в конце первой декады мая на фоне слабости нефти были нивелированы ростом внешних фондовых площадок на новостях о переговорах между торговыми представителями Китая и США, а также статистикой по американскому рынку труда за апрель, оказавшейся лучше пессимистичных прогнозов аналитиков. Так, число рабочих мест в США упало на 20,5 млн при прогнозах снижения на 22 млн, безработица подскочила до 14,7% при прогнозах роста до 16%.

Рынок акций РФ по итогам «короткой» торговой недели после майских праздников умеренно просел на фоне опасений появления второй волны мировой пандемии COVID-19 после снятия части карантинных ограничений во многих странах, а также из-за ожиданий возможной эскалации конфликта между США и Китаем. Президент США Трамп заявил, что в случае проблем с Китаем

можно было бы полностью прекратить с ним отношения. Такой шаг, по мнению главы Соединенных Штатов, позволил бы его стране «сэкономить 500 млрд долларов».

Подешевели акции Сбербанка на фоне выхода слабого финотчета: чистая прибыль банка по РСБУ в январе-апреле снизилась на 21,6% (до 230,149 млрд рублей), в апреле прибыль упала в 6,6 раза (до 11,4 млрд рублей). Индексный провайдер MSCI исключил из индекса MSCI Russia привилегированные акции «Транснефти» по итогам майского полугодического пересмотра. Изменения вступили в силу 29 мая после закрытия торгов.

Падение рынка сдерживалось стабильной динамикой нефтяных цен на заявлениях ряда арабских стран по поводу дополнительного сокращения добычи в июне. Так, саудовская госкомпания Saudi Aramco сократит добычу нефти в июне еще на 1 млн баррелей в сутки в дополнение к обязательствам страны в рамках сделки ОПЕК+, общее сокращение добычи страной по сравнению с апрелем составит 4,8 млн б/с. ОАЭ и Кувейт поддержали Саудовскую Аравию, также объявив о планах дополнительного снижения производства.

В США индексы упали на фоне комментариев главы Федрезерва о необходимости потратить больше ресурсов,

чтобы принятые меры в ответ на коронавирусный кризис не прошли даром. Еженедельные данные Минтруда США оказались хуже ожиданий: число первичных заявок на пособие по безработице за неделю составило 2,981 млн штук при прогнозах на уровне 2,5 млн заявок. С момента введения в Соединенных Штатах первых ограничительных мер с целью предотвращения распространения инфекции COVID-19 порядка 36,5 млн американцев подали заявки на получение пособия. Кроме того, в США были опубликованы слабые статданные по розничным продажам за апрель (они упали на рекордные 16,4% при прогнозах снижения на 12%).

Вместе с тем объем промпроизводства в КНР в апреле вырос на 3,9% впервые с декабря на фоне постепенного восстановления экономики после пандемии (ожидался рост на 1,5% после снижения на 1,1% в марте).

Третья рабочая неделя мая на рынке акций РФ началась с рекордного с конца марта роста индексов (на 4–5,5%) благодаря раллировавшей нефти на ожиданиях постепенного устранения дисбаланса спроса и предложения, а также подъему мировых фондовых площадок после заявлений главы Федрезерва; локомотивом подъема выступили бумаги нефтяных компаний во главе с «Роснефтью». Кроме того, подскочили акции «Ленэнерго» (+8,8%

и +20,7% «префы») после возобновления с 18 мая торгов этими бумагами на «Московской бирже» по окончании реорганизации компании (приостановка торгов была с 17 марта).

Нефть Brent подскочила выше 35 долларов за баррель на фоне падения числа активных буровых в США на 35 единиц (до 339 штук — минимум за все время ведения статистики с 1940-х годов), сокращение отмечалось девятую неделю подряд. В свою очередь глава Фрезерва Джером Пауэлл заявил 17 мая, что текущий квартал будет крайне плохим как для рынка труда, так и для экономики в целом, но он ожидает относительно быстрого восстановления, которое начнется в третьем квартале. Глава ФРС предложил не сравнивать нынешнюю ситуацию с Великой депрессией, поскольку сейчас должен быть более короткий спад. Кроме того, американская биотехнологическая компания Moderna Inc. объявила, что начальный этап испытания вакцины против коронавируса нового типа на людях дал положительные результаты.

В третьей декаде мая, помимо противостояния США и Китая по коронавирусу направлению (Трамп раскритиковал Китай в связи с ситуацией, касающейся пандемии коронавируса; по его словам, причиной «массового убийства по всему миру» стала «некомпетентность Китая»), на повестку дня вернулась тема Гонконга, которая стала еще одним направлением взаимных обвинений. Гонконгский фондовый индекс 22 мая обвалился более чем на 5% на фоне планов Китая ввести новые законы о нацбезопасности Гонконга (они предусматривают запрет на сепаратистскую деятельность, а также направлены на противодействие терроризму и вмешательству извне). Данное решение Пекина было негативно воспринято Вашингтоном, который

пригрозил китайским властям новыми санкциями.

Тем не менее последняя неделя месяца, несмотря на наличие ряда негативных факторов, прошла на позитивной ноте на ожиданиях запуска мировых экономик в свете смягчения карантинных ограничений во многих странах мира, а также благодаря растущей нефти. В частности, Япония анонсировала новый пакет экономических стимулов объемом более 100 трлн иен (929 млрд долларов) и заявила об отмене режима чрезвычайного положения во всех префектурах страны. В свою очередь Россия сократила добычу нефти в мае до уровня, почти соответствующего условиям сделки ОПЕК+ (по оценкам, среднесуточная добыча нефти в РФ опустилась до 8,63 млн б/с при цели в 8,5 млн б/с в соглашении ОПЕК+). На этом фоне нефть Brent вновь поднялась выше отметки 35 долларов за баррель.

### **Евробонды РФ в мае подросли, вернувшись к ценовым уровням начала весны**

Котировки российских еврооблигаций в мае продолжили восстанавливаться после резкого падения в первой половине марта благодаря действиям мировых центробанков, стабилизировавшимися ценам на нефть, а также высоким кредитным характеристикам России. При этом американские казначейские обязательства (US Treasuries), как «защитные» активы, стали пользоваться меньшим спросом у инвесторов, что привело к снижению их котировок и соответственно к заметному сужению суверенных спредов к доходности базовых активов.

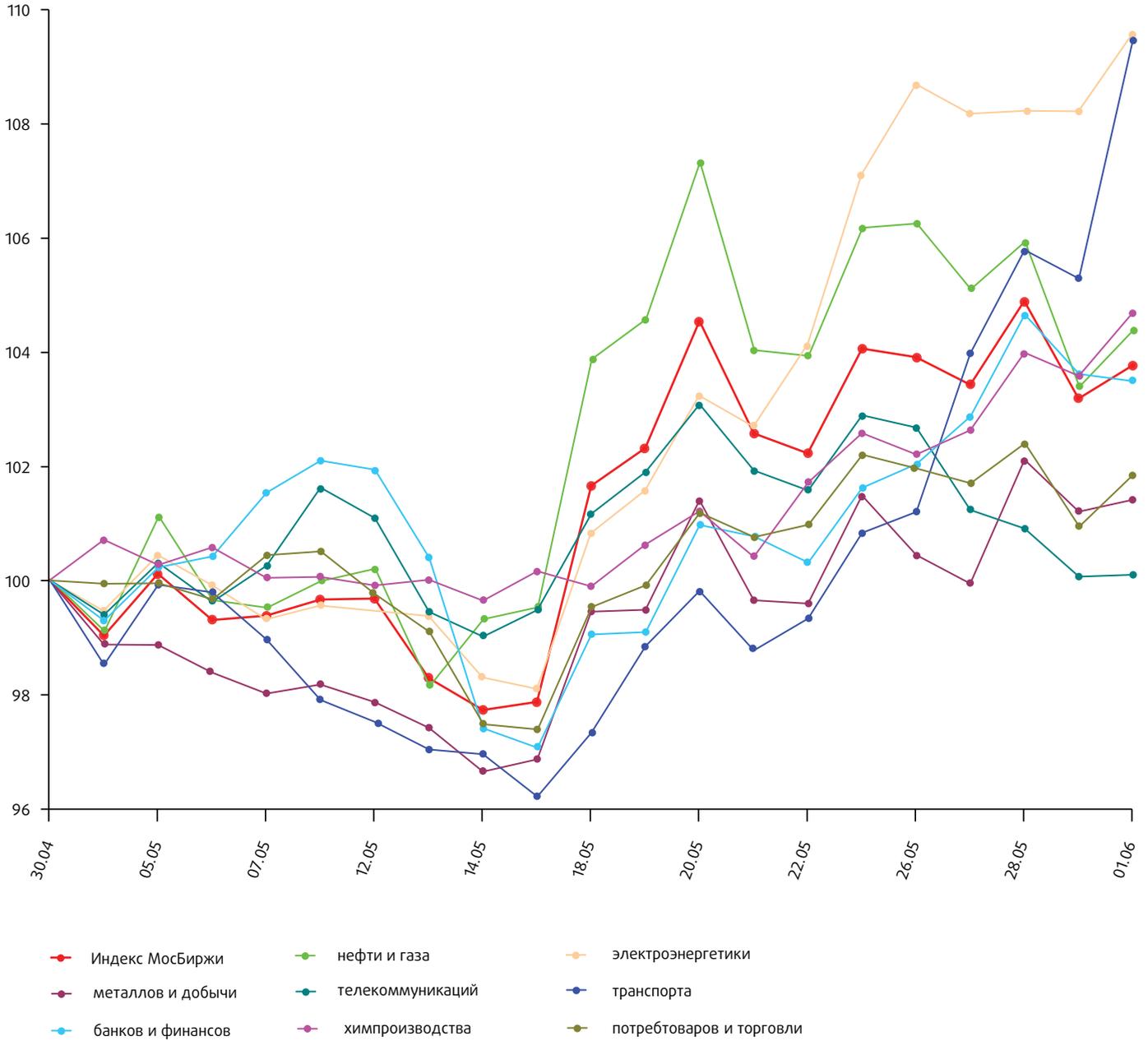
Котировки российских еврооблигаций в майскую межпраздничную неделю умеренно подросли благодаря позитивным сигналам с мировых рынков на ожиданиях смягчения

карантинов и постепенного выхода из режима самоизоляции. Губернатор Калифорнии Гэвин Ньюсом заявил, что некоторые магазины, включая книжные, цветочные и спортивные, смогут снова открыться 8 мая. Во Флориде рестораны, ритейлеры, музеи и библиотеки получили возможность возобновить работу с 25%-ной загрузкой. В Италии с 4 мая ослабили ограничения на передвижение жителей, в результате более 4 млн человек смогли возобновить работу. В Германии открылись магазины, возобновились массовые спортивные мероприятия. Правительство Финляндии приняло решение о начале смягчения ограничений, введенных ранее в связи с коронавирусом.

В конце первой декады месяца рынок валютных гособлигаций России лег в боковой дрейф на фоне отсутствия яркой ценовой динамики базовых активов - US Treasuries. Тенденция к ценовому росту возобновилась в начале второй декады мая. При этом валютные гособлигации России последовали вслед за рублевыми бумагами, которые стали расти в цене 8 мая после заявлений главы Банка России Эльвиры Набиуллиной относительно дальнейшего снижения ключевой ставки ЦБ. «Я хочу вам сказать, что и на последнем заседании совета директоров мы рассматривали возможное снижение ставки на 100 базисных пунктов. Я допускаю, что, если ситуация будет развиваться как сейчас, вариант снижения на 100 пунктов также будет рассматриваться, безусловно, в числе других альтернатив», — сказала Набиуллина.

Лишь 14 мая котировки российских еврооблигаций снизились на фоне общемирового падения интереса к риску. При этом российские бумаги демонстрировали более устойчивую динамику по сравнению с евробон-

Рисунок. Динамика сводного и отраслевых фондовых индексов ММВБ



дами других развивающихся стран аналогичного кредитного качества. В частности, доходность десятилетнего выпуска евробондов РФ с погашением в 2029 году выросла за день всего на 1 базисный пункт. Инвесторы негативно отреагировали на выступление главы ФРС Пауэлла, который отметил понижающие риски для американской экономики и высокую вероятность роста дефолтов по кредитам. Также негативным фактором выступила новая волна обострения торговых противоречий между США и Китаем.

В середине мая в секторе еврооблигаций emerging markets вновь активизировались покупатели. Наиболее активный рост российских еврооблигаций отмечался в предпоследнюю неделю мая благодаря общемировому оптимизму в отношении перезапуска крупнейших мировых экономик и заявлениям главы ФРС Пауэлла. Председатель Федрезерва в телевизионном интервью заявил, что текущий квартал будет крайне плохим как для рынка труда, так и для экономики в целом. Однако он ожидает относительно быстрого восстановления. Уровень безработицы в США может подняться до 25%, ВВП может упасть на 20-30% или даже больше во втором квартале из-за приостановки экономической активности, вызванной распространением коронавируса COVID-19, сказал Пауэлл в эфире телеканала CBS. «Я думаю, есть хороший шанс, что в третьем квартале будет рост», — отметил он.

В свою очередь цены на нефть активно росли благодаря улучшению настроения трейдеров на фоне постепенного открытия экономик по всему миру, а также сигналам увеличения спроса при сокращении добычи. По данным агентства Bloomberg, спрос на нефть в Китае практически вернулся к уровням, отмечавшимся до того, как власти страны

ввели общенациональный «локдаун». Китай является вторым по величине в мире потребителем нефти, уступая только США. Кроме того, Минэнерго США сообщило, что запасы нефти в стране за неделю, завершившуюся 15 мая, сократились на 5 млн баррелей. Таким образом, запасы уменьшились по итогам второй недели подряд. Запасы нефти на терминале в Кушинге сократились на 5,6 млн баррелей.

Благодаря высокому спросу инвесторов, в том числе нерезидентов, на российские долговые бумаги Минфин РФ 20 мая разместил на первичных аукционах рекордный объем ОФЗ за один аукционный день, продав бумаги на общую сумму почти 169,6 млрд рублей. В итоге министерство перевыполнило на 37,4 млрд рублей квартальный план размещения облигаций, который был установлен в размере 600 млрд рублей.

Лишь 22 мая активность покупателей в секторе валютных гособлигаций РФ снизилась под давлением ухудшившейся ситуации на мировых рынках на фоне эскалации конфликта между США и Китаем. Сначала президент США Трамп высказал обвинения в адрес Китая в связи с ситуацией, касающейся пандемии коронавируса. «Какой-то сумасшедший в Китае только что опубликовал заявление, обвинив всех, кроме Китая, в вирусе, который на данный момент привел к гибели сотен тысяч людей», — написал Трамп в своем микроблоге в Twitter. Затем американские сенаторы подготовили законопроект, предполагающий санкции против китайских чиновников и организаций, следящих за соблюдением законов о национальной безопасности в Гонконге, а также вводящий штрафы для банков, которые ведут бизнес с этими организациями.

Котировки российских евробондов 27 мая смогли удержаться от падения и

продемонстрировали боковую динамику, несмотря на локальное ухудшение ситуации на мировых рынках, прежде всего на нефтяных площадках. Вместе с тем в самом конце месяца тенденция к ценовому росту возобновилась. И основная причина этого — сохраняющееся высокое кредитное качество России как заемщика. Дополнительную поддержку рынку оказали низкие процентные ставки качественных долговых бумаг, номинированных как в долларах, так и в евро. □