

# Под солнцем очевидности

**В Москве 29 мая состоялась ежегодная конференция НАУФОР «Российский фондовый рынок 2015: в тумане неизвестности»**

Название, частично заимствованное из работы классика военной науки Клаузевица, отразило расстановку сил на отечественном рынке. Первая панель конференции — «Рыночные и регулятивные условия деятельности индустрии профессиональных участников рынка ценных бумаг и управляющих компаний» — собрала представителей регулятора, профильных министерств, руководителей крупнейших компаний и банков.

**Олег Вьюгин.** Доброе утро!

Давайте начнем нашу конференцию. Мне как модератору следует определить круг вопросов, которые сегодня будут обсуждаться. Я предварительно посмотрел слайды, характеризующие состояние рынка ценных бумаг. Такое впечатление, что изменилось немного. Какие-то параметры менялись, но в целом, с точки зрения общих характеристик, рынок каким был, таким и остался. И это происходит на фоне ползучего ухудшения в экономике. Традиционные статистические индикаторы показывают, что идут негативные процессы. На этом пути была одна встряска — декабрь, — когда мы все схватили процентные риски.

Если смотреть на макроэкономическую ситуацию в целом, то, наверно, правы многие макроэкономисты-эксперты, которые говорят, что процесс подстраивания экономики под новые экономические условия еще не закончился, и 2015 год будет проходить под знаком такой коррекции. А основ-

ной показатель коррекции — сокращение спроса. Это означает, что все участники экономических процессов — компании, заводы, предприятия, люди, домашние хозяйства — должны подстроиться под новые реалии. Об этом четко и ясно говорил первый вице-премьер РФ Игорь Шувалов в I-м квартале этого года. И, в принципе, так все и происходит.

Какие темы в связи с этим было бы полезно, на мой взгляд, рассмотреть. Прежде всего, все-таки нужен своего рода скриншот: состояние рынка и тренды. Если участники круглого стола сочтут возможным, пусть выскажутся по поводу того, куда вообще рынок будет дальше двигаться, какая часть индустрии будет развиваться, какие продукты будут востребованы.

Следующая тема, по-моему, однозначно актуальная: замещение достаточно заметного сокращения спроса на инструменты рынка ценных бумаг в России. Пока мы живем в формате временного



сокращения спроса (прежде всего институционального) на ценные бумаги. Это фактически тема розничных инвесторов и тема локальных институциональных инвесторов, то есть резидентов страны и тех, кто обладает (или собирается обладать) накоплениями. Это широкая актуальная тема. НАУФОР активно занимается ею уже несколько лет, это направление поддерживается и регуляторами, и финансовым блоком правительства. Последние решения [приняты властями] все-таки в пользу того, чтобы эти институты [пенсионных накоплений] развивать.

Третья тема больше связана с регулированием. После создания мегарегулятора происходит плавный, но упорный

процесс модернизации регулирования профучастников. Эта тема интересна возможностью оценить, насколько правильно и разумно все это продвигается, и как воздействует на индустрию. Думаю, что оценка позитивных и негативных тенденций в этой сфере полезна регулятору.

Предлагаю перейти к первой теме и дать слово Алексею Тимофееву, затем Александру Афанасьеву.

**Алексей Тимофеев.** Спасибо большое!

Начну с того, что объясню название нашей конференции. Это часть цитаты Клаузевица, где он употребляет оборот «туман неизвестности», но чаще это переводится как «туман войны». Должен признать, что название

провокационное. Смысл выражения Клаузевица в том, что военачальники принимают свои решения в отсутствие достаточных данных. Мне кажется, бизнесмены — те же военачальники, у них всегда достаточно неопределенности, несмотря на которую они действуют, а сейчас особенно. Теперь я сделаю свое традиционное выступление о ситуации с российским фондовым рынком, чтобы это стало основой для дальнейших рассуждений на конференции.

Одной из главных характеристик фондового рынка является капитализация рынка акций. Объем капитализации в России уже довольно долгое время остается неизменным, если иметь в виду его рублевое значение. В долларовом же



исчислении она сейчас почти в два раза меньше, чем прежде. Капитализация незначительна для нашей экономики, всего лишь около 30% ВВП.

Если мы хотим рассчитывать на большую эффективность и большее экономическое значение фондового рынка, то, конечно же, хотелось бы, чтобы величина капитализации была более убедительной.

Качественные характеристики капитализации тоже не меняются уже в течение многих лет. На долю десяти крупнейших по капитализации эмитентов на конец 2014 года приходится 61%. Похожие цифры мы видим в течение последних нескольких лет. Почти 52% капитализации принадлежит нефтегазовой отрасли, что, в общем, соответствует специализации нашей экономики. Ликвидность рынка акций, биржевой оборот, сейчас составляет около 495 миллиардов долларов. Это всего лишь 0,3% мирового оборота. Очень жаль, что мы стали менее заметны в мировом масштабе, чем год назад. В рублевом же исчислении оборот даже несколько подрос по сравнению с 2013 годом, но об этом лучше и более квалифицированно сможет говорить Александр Афанасьев.

С качественной точки зрения на оборот десяти наиболее ликвидных эмитентов в России приходится больше 82%. И это слишком много для того, чтобы хвататься. Всего лишь на двух из крупнейших по обороту эмитентов — Газпром и Сбербанк — приходится примерно 40% российского оборота акций.

На рынке облигаций растет и количество компаний-эмитентов облигаций, и количество выпусков. Для этого рынка характерна большая диверсификация с точки зрения эмитентов, большее разнообразие инструментов. Я думаю, что инвестиционный климат оказывает на него меньшее влияние. Санкции на развитие этого рынка повлияли благотворно. Отсутствие доступа российских компаний к зарубежным рынкам по-

зволяет развиваться внутреннему долговому рынку. Также видно, что в 2014 (и в 2105, думаю, это будет еще заметнее) возможность привлечения долговых ресурсов российскими эмитентами постепенно меняется в сторону внутреннего рынка. Но и этот рынок по-прежнему невелик — всего лишь 9,3% ВВП. Это тоже не те показатели, которые хотелось бы видеть.

Первичный рынок облигаций все больше нерыночный, хотя не думаю, что это является долгосрочной тенденцией. Скорее всего, это реакция на происходящие события — люди превращают свои эмиссии в частные сделки, оформляя как выпуски облигаций.

Биржевой срочный рынок (и тут соглашусь с Олегом Вячеславовичем) не особенно изменился в течение года. Хотя несколько лет назад этот рынок переживал резкий подъем, и мы надеялись на его продолжение.

Индивидуальные инвесторы. Очень важный показатель, который характеризует интерес российского населения к фондовому рынку. На российском фондовом рынке около 900 тысяч человек заключили договоры с брокерами или индивидуальными управляющими. Вместе с пайщиками паевых инвестиционных фондов таких инвесторов — всего-навсего миллион человек. Это около 0,7% российского населения. Это очень мало и говорит о том, что пока фондовый рынок не пользуется интересом со стороны населения. Очень надеюсь, что в следующем году, делая аналогичную презентацию и рассуждая об индивидуальных инвестиционных счетах, возможность открывать которые появилась в этом году, я буду говорить о гораздо более убедительных цифрах, гораздо большем интересе населения к фондовому рынку. Должен сказать, что в этом году мы видим оптимистические тенденции, а этот процесс будет ускоряться от года к году. Видно, что население все же играет значительную роль в операциях на фондовом рынке.

На Московской бирже частным инвесторам принадлежит примерно 38% оборота по акциям. В дальнейшем рынок частных инвесторов будет, скорее, облигационным. Нам немало нужно сделать, чтобы люди обратили внимание на облигации. Но скорее всего, это произойдет само собой с приглашением на российский рынок консервативных инвесторов. А именно на таких инвесторов позволяет рассчитывать введение индивидуальных инвестиционных счетов: инвесторы в эти инструменты будут менее толерантны, чем сегодняшние, к риску. Думаю, что мы увидим гораздо больший интерес населения к заключению сделок на Московской бирже не только в акциях, как сейчас, но также в облигациях, — и даже в большей степени в облигациях.

Индустрия посредников — управляющих, депозитариев — сокращается вот уже несколько лет, в год примерно с 8-10%-ным темпом. Это происходит главным образом за счет небольших компаний. Это видно из того, что доля компаний, которые сочетают брокерскую и депозитарную лицензию, почти не меняется, а это средние и крупные компании. Стало быть, уменьшается количество мелких компаний. Это происходит и в Москве, и в регионах. На конец 2014 года более 64% компаний-посредников находятся в Москве. Стало быть, доступ населения на фондовый рынок в финансовый центр страны из регионов затруднен в связи с отсутствием там должной индустрии. Это не может не сказываться на концентрации, на конкуренции. Очень видно, что на фондовом рынке Московской биржи доля пяти крупнейших участников составляет 52% этого оборота, а десятки крупнейших участников — почти 64%. На срочном рынке ситуация даже более серьезная. Пятерке крупнейших с точки зрения оборота компаний принадлежит 61% оборота, десятке — 75%.

Паевые инвестиционные фонды. Индустрия управляющих компаний —

ключевого элемента в этой структуре — тоже сокращается. И здесь концентрация сохраняется в течение многих лет, и преодолеть ее мы пока не можем. На конец 2014 года доля пяти наиболее крупных управляющих компаний по объемам паевых инвестиционных фондов под их управлением составляла 65,5%. А на десятку крупнейших управляющих компаний приходилось 84% объема этого рынка.

В течение многих лет индустрия паевых инвестиционных фондов — это индустрия главным образом закрытых паевых инвестиционных фондов, и главным образом фондов недвижимости. Цифры, разумеется, зависят от переоценки стоимости ценных бумаг, но тем не менее и прежде, и сейчас эта индустрия на 63% является индустрией паевых фондов недвижимости. Ясно, однако, что если мы хотим предложить населению разнообразные финансовые продукты и действительно убедительные возможности участия в операциях на фондовом рынке, то нужно вернуться к задаче развития открытых паевых инвестиционных фондов.

Стоимость чистых активов паевых инвестиционных фондов в РФ очень незначительна — о роли этой индустрии в экономике и на фондовом рынке каждой страны судят по открытым интервальным паевым инвестиционным фондам. Так вот, значение СЧА этой индустрии пока невелико и остается незначительным уже в течение многих-многих лет — около 0,4% ВВП. Очень надеемся, что эта индустрия получит новый шанс для развития с появлением института индивидуальных инвестиционных счетов. Мы прилагаем немало усилий для того, чтобы эта индустрия была одним из бенефициаров введения ИИС. И если наши усилия будут успешны, то мы увидим гораздо лучшие значения этих характеристик в следующих годах.

Негосударственные пенсионные фонды. На конец 2014 года примерно

60% пенсионных накоплений, сосредоточенных в НПФ, приходилось на пятерку крупнейших. 84% пенсионных накоплений были сконцентрированы в руках десяти негосударственных пенсионных фондов.

Мы очень рады тому, что дискуссия о накопительной части пенсии завершилась отказом от ограничения, выбором в пользу дальнейшего развития. Это очень важно для всего рынка. Мы видим, что накопительная часть пользовалась наибольшим спросом со стороны населения. Негосударственные пенсионные фонды сегодня сосредоточили в своем распоряжении значительные средства, они готовы к инвестированию на фондовом рынке. Особенно с учетом произведенной большой реформы — введения гарантирования накопительной части, а также, что самое важное, с увеличением инвестиционного горизонта до пяти лет. Пяти лет, наверно, недостаточно, но давайте вернемся к этому несколько позже, предложим нашему правительству увеличить инвестиционный горизонт и, может быть, отказаться от него вовсе. Сейчас же мы воспринимаем пятилетний горизонт как большую победу здравого смысла в деле развития индустрии негосударственных пенсионных фондов и увеличения их роли на фондовом рынке. Мы надеемся на то, что они эту роль продемонстрируют, и значительная часть средств, которая в настоящее время у них сконцентрирована, в ближайшее время окажется на фондовом рынке.

Спасибо большое за внимание! **Александр Афанасьев.** Продолжу с того, с чего начал Алексей: почему конференция называется «Российский фондовый рынок: в тумане неизвестности». Он истолковал известную цитату в том смысле, что военачальники принимают решения, не видя реальной ситуации, не имея достаточных данных.

На финансовых рынках, мне кажется, ситуация еще сложнее, потому что, даже увидев эти данные, разные люди

по-разному их трактуют и делают очень разные выводы о том, что делать дальше и куда идти.

Алексей уже частично приоткрыл завесу этой неизвестности, показав много интересной статистики. Я тоже хочу показать ряд цифр.

Постоянные участники этой конференции знают, что мы не всегда соглашались с Алексеем Тимофеевым в отношении трактовки статистики рынка. Этим я сейчас и займусь, — продемонстрирую, что трактовка одних и тех же данных может быть разной.

Итак, наш рынок сегодня, как мы его видим.

Соотношение P/E российских компаний и компаний развивающихся рынков сейчас находится примерно на уровне 2008 года. Соотношение P/E российского и развитых рынков также снизилось, даже больше, чем в 2008 году. Из этого можно сделать тоже разные выводы. Часть иностранных и даже российских инвесторов, сделали вывод о том, что в долларовом выражении российский рынок сейчас чрезвычайно дешев. Мы видели, что уже были волны покупок в этой связи, правда, не очень продолжительные.

Что интересно посмотреть по структуре инвесторов на Московской бирже? Я выделил два типа инвесторов, на которые прошу обратить ваше внимание. Это физические лица и нерезиденты. Несомненно, доля физических лиц у нас в ряде продуктов чрезвычайно мала. Но мне интересней отследить не размер, а именно тренд. Когда Алексей показывает очень низкую долю физических лиц, например, в облигациях, безусловно, это так. Но если год назад она была низка и составляла 1,5%, а в этом году стала 6%, то для меня это определенный тренд. То есть интерес к этому продукту у частных инвесторов возник.

Физические лица пришли также на валютный рынок. То есть они видят биржу как реальную возможность опе-

рировать на валютном рынке помимо форекс-клубов и обменников.

Еще один интересный тренд — на валютный рынок пришли нерезиденты. Обратите внимание, сейчас их доля увеличилась с 10 до 17%. Впервые на денежном рынке доля нерезидентов повысилась до уровня 17%.

На рынке акций и на срочном рынке их доля по итогам 2014 года поднялась до 44-45% с 32 и 37% соответственно в 2012 году. Да, это другой иностранец, это немножко другой нерезидент, чем те, кто работал на рынке несколько лет назад. Значительную часть этих счетов представляют хедж-фонды и компании, зарегистрированные на Кипре и в других подобных юрисдикциях. Мы можем подозревать, что часть средств в этих компаниях принадлежит россиянам. Тем не менее, они заходят на российский рынок через зарубежные фонды с профессиональными иностранными управляющими.

Доля нерезидентов на рынке облигаций практически не изменилась, доля физических лиц выросла до 6% с 2%. В моем представлении, это тоже любопытный тренд.

Следующее — динамика объемов рынков. Большинство участников эту динамику хорошо знают. За прошлый год объем торгов акциями вырос, а в этом году он не растет. Не растет по одной причине. Геополитические события прошлого года вызвали экстраординарную волатильность и рост объемов, в этом году мы видим более спокойную ситуацию и снижение активности относительно 2014 года. Этот рынок сейчас во всем мире характеризуется следующими показателями с точки зрения оборотов: на развитых рынках — рост, на развивающихся рынках (в основном, кроме Шанхая) — падение.

Объемы рынка облигаций показывают негативную динамику во всем мире. Но в России за счет низкой базы, за счет пенсионных денег (по нашим оценкам, порядка 20–25% из вновь полученных

пенсионных денег сейчас инвестированы в облигации) после снижения ставки пошли новые выпуски, в мае и июне мы видим заметное увеличение оборотов. Новые размещения — это та питательная инъекция, которой рынку не хватало.

Объемы торгов деривативами в прошлом году для большинства бирж мира в основном снижались, а первый квартал этого года был для всех катастрофически плохим. Динамика объемов срочного рынка на Московской бирже позитивна. Тем более, если сравнивать с зарубежными биржевыми площадками. Что мне меньше нравится, за счет чего выросли объемы — стало меньше опционов, меньше открытых позиций, существенно увеличилась доля самых легких продуктов, а именно валютных фьючерсов. На всех наших рынках заметно растет количество открытых счетов. Таких показателей роста не было давно, благодаря, в первую очередь брокерским компаниям, которые нашли способ вновь привлечь инвесторов на этот весьма опасный и рискованный рынок. Инвесторы это понимают, тем не менее они заинтересовались. На фондовом рынке количество активных счетов физических лиц увеличилось на 43%, на срочном — на 22%, на валютном — в восемь раз (в последнем случае такой рост — это эффект низкой базы). Количество счетов нерезидентов на всех этих рынках тоже увеличилось достаточно значительно.

Какой вывод из этого можно сделать? Рынок стал интересней для краткосрочного инвестора, спекулянта, может быть, чуть менее интересней для долгосрочного инвестора. Мы это, кстати, видим еще потому, что нагрузка на торговые системы растет более быстрым темпом (особенно на срочном рынке и частично на рынке акций), чем обороты. Это говорит о том, что активных HFT-трейдеров становится больше, а значит, долгосрочных инвесторов — чуть-чуть меньше.

По облигациям Алексей совершенно справедливо показал рост внутреннего

долга и то, по какой причине это происходит. Но мне интересна доля публично-го долга в заимствованиях российских компаний: она растет. По понятным причинам происходит замещение евробондов на внутренние выпуски. Естественно, в первую очередь компании обращаются к банкам, основные государственные программы поддержки бизнеса, к нашему сожалению, проходят именно через банки, а не через публичный долг. Тем не менее, доля публичного долга в заимствованиях растет и хотя некоторые облигации не очень активно торгуются, важно, что появляется рыночная цена, компании выпускают проспект эмиссии и так далее.

Бурно выросли за последний год операции репо с центральным контрагентом. Тренд понятен — опасения двусторонних рисков, сокращение взаимных лимитов участников и соответственно переход к торговле через центрального контрагента.

Растет репо с управлением обеспечением и здесь тренд тоже понятен — в период кризиса проблема ликвидности становится острее, и требуются защищенные продукты, которые хоть каким-то образом обеспечены.

Также мы видим рост объемов торгов китайским юанем, драгметаллами (в торговле драгоценными металлами много физических лиц), и корпоративными еврооблигациями. Динамика по еврооблигациям также понятна - испугавшись курсовых рисков, часть населения перевела свои рублевые депозиты в доллары; по долларовым депозитам ставки их не вполне устраивают, по евробондам они оказались более привлекательными.

По каким новым продуктам мы не увидели хорошего спроса? Прежде всего — процентные деривативы. Каждый год я слышу, особенно от иностранных участников рынка, одно и то же утверждение: что процентные деривативы разовьются и «выстрелят» в России, как это произошло на всех развивающихся рынках. Каждый год ожидания обманыва-

ются. И каждый год находятся причины, почему так случилось. Например, помешало инфляционное таргетирование, изменение парадигмы денежно-кредитной политики Банка России и так далее.

Мы предложили рынку много фьючерсов на нерублевые валютные пары. Тем не менее — по разным причинам — продукт не пошел.

Еще можно упомянуть те продукты, которые уже давно не развиваются, например, фьючерсы на иностранные акции или индексы (три-четыре года назад биржи стран БРИКС обменялись своими индексами для торговли). Говоря о притоке и оттоке иностранных инвестиций, во-первых, очевидна корреляция между динамикой индекса и притоком капитала.

По первым двум кварталам 2015 года мы видим нетто-приток капитала. И наконец об объеме торгов акциями на Московской бирже по сравнению с нашим важным конкурентом — Лондонской биржей. Мы мониторим соотношение по объему торгов 33 эмитентов, которые имеют двойной листинг, то есть акции торгуются в Москве, а депозитарные расписки в Лондоне. Летом 2013 года доля Московской биржи была менее половины всего объема, но после перехода на T+ и наших других новаций, стала расти. В последние два года доля нашей биржи уверено больше половины всего объема. Обращаю внимание, что доля Московской биржи коррелирует с объемами торгов. При всплеске волатильности (иногда по геополитическим поводам, иногда каким-то еще) и росте объемов торгов доля Лондона увеличивается. Когда волатильность падает, доля России увеличивается. Это говорит о том, что российский инвестор (или инвестор, работающий на национальной бирже) дает более постоянный поток ордеров.

Если говорить о новых размещениях, то с 2014 года SPO или IPO только исключительно на зарубежной площадке



уже не происходит. Размещения проходят или на нашей бирже, или временно на домашней и иностранной площадках. Предпочтение компаниями национальной площадки для размещения — тенденция международная и очень важная для нас. Действительно, торговля стала глобальной, а листинг становится все больше национальным. Иметь несколько листингов дорого, требования все более усложняются.

А главное, если у международных инвесторов имеется одинаковый доступ ко всем мировым площадкам, то смысла в двойном листинге немного. Делистинг с зарубежных площадок является обычным делом в последние годы.

Олег Вьюгин совершенно справедливо заметил, что ничего особенного на рынке не происходило. И это несмотря на то, что мы переживаем уникальную ситуацию — наш рынок работает в условиях внешних санкций. А ведь по тем графикам, которые мы сейчас рассматривали, этого особо и не видно. Можно было представить, что ситуация будет гораздо хуже, чем она реально есть.

Или ситуация в экономике. Ведь год назад говорили не о рецессии, а о кризисе, едва ли не крахе. А сейчас все говорят только о рецессии.

Что видится впереди? Видится, что интерес клиентов нужно стимулировать, и конечно, это должен быть в первую очередь российский клиент, во вторую очередь иностранный (прежде всего потому, что иностранный и так хорошо разбирается в нашем рынке, а российский спрос надо еще разбудить). И для того, чтоб интерес появился, надо усложнять продукты. Например, частный инвестор всегда будет сравнивать ставки по депозиту с возвратом от инвестиций в акции или облигации. А ведь профессионалы могут упаковать акции и облигации в сложный продукт. Есть хеджирующие продукты, есть продукты, которые упаковываются с другими — коррелирующими или, наоборот, не коррелирующими.

Нам нужна индустрия хедж-фондов.

Мне кажется, что будущее рынка — в большей интеллектуализации продукта, создании и развитии индустрии фондов, разнообразии продуктов для физических лиц. Безусловно, должен развиваться первичный рынок и, безусловно, должна быть соответствующая государственная политика для его развития. Потому что предоставлять деньги можно, не только прямо финансируя проекты из бюджета или предоставляя средства банкам для дальнейшего кредитования, но и с помощью передачи средств через инструменты публичного долга, по приоритетам.

Спасибо!

**Алексей Моисеев.** Давайте посмотрим на состояние рынка в целом. Мне кажется, что его состояние как работающего механизма сейчас намного лучше, чем в 2001–2007 годы.

Состояние инфраструктуры [тогда и сейчас] даже нельзя сравнивать. Совершенно однозначно, биржевая и клиринговая инфраструктура [сейчас] лучше. Вещи, которые сейчас возможны, десять лет назад нам даже и не снились.

Государство [в лице «Росимущества»] и открытое правительство ведут атаку на общества с государственным участием с позиции того, что они делают, — в том числе, и в корпоративном управлении. Все общества с госучастием обязаны были принять долгосрочную программу развития. Там должны были появиться КРІ для менеджмента, связанные, в том числе, с такими вещами, как возврат на активы. Также менеджмент должен обеспечить сокращение издержек, повышение производительности. Я думаю, что этот процесс продолжится и дальше, и ситуация будет улучшаться. Мы добились того, что госкомпании платят нормальные дивиденды. В 774 постановлении правительства размер дивидендов определен как не менее 25% [доходов] по РСБУ (с некоторыми оговорками).

По доходам бюджета мы видим, что дивиденды с государственных обществ за последние несколько лет выросли раза в четыре.

Плацдарм для того, чтобы рынок мог снова отправиться в высокий полет, довольно успешно создан.

Сейчас мы стараемся, чтобы успешно прошел законопроект, в котором предложено много чего хорошего в части регулирования финансовых рынков. Он касается защиты инвесторов, улучшения электронного участия в собраниях акционеров и так далее.

Также в работе находится законопроект, который снимает целый ряд ограничений, связанных с выплатой дивидендов. Мы предполагаем прикрыть лазейки, которыми пользовались некоторые государственные компании, чтобы обходить норму дивидендных выплат 25% по РСБУ.

Как вы знаете, были запущены индивидуальные инвестиционные счета. Статистика по ИИС, которую сейчас можно видеть, нас устраивает. Некоторые недоработки в них проявились, НАУФОР продолжает нам об этом регулярно сообщать. Мы уже договорились, что с 1 января 2016 года будем ограничивать объем депозитов, которые могут иметь граждане [при инвестировании через ИИС]. Любой инвестор должен иметь возможность уходить в кэш. Когда мы такую возможность представили владельцам ИИС, то увидели явные злоупотребления, поэтому хотим объем этого кэша сильно ограничить. Второе, что мы сделаем в этом году, постараемся улучшить ситуацию с налогообложением облигаций, которые покупаются в ИИС. Купоны облагаются налогом у источника, и фактически у физических лиц — инвесторов в ИИС эти купоны, несмотря на льготу, все равно остаются налогооблагаемыми, поскольку корпорации все равно продолжают удерживать эти налоги.

Есть еще несколько предложений, которые требуют большего обсуждения. В

частности, думаю, что мы обсудим возможность увеличения суммы ИИС с 400 тысяч. По депозитам сейчас увеличили страховку в два раза, поэтому, наверно, надо рассмотреть теперь возможность увеличения взноса по ИИС.

Мы также думаем о сокращении трехлетнего срока льготы для долгосрочных владельцев бумаг. С учетом текущих событий горизонт три года кажется следующим тысячелетием, и на период экстремальной волатильности имеет смысл рассмотреть возможность сокращения срока с трех лет до года. Хотя это будет временная мера, все-таки мы хотим, чтобы деньги носили долгосрочный характер.

ИИС — одна из наших главных надежд на развитие индустрии. Перед запуском ИИС в конце прошлого года назывались цифры в 4 триллиона рублей. Я считаю эти оценки вполне реалистичными. Мы видим, как активно сейчас развивается страхование жизни, но там все-таки человек не понимает, во что инвестируются его деньги, у него нет прямой связи между доходностью активов и доходностью инвестиций. Что касается пенсионных фондов, то традиционно они почему-то не работают с гражданами, поэтому, как правило, мало продуктов, которые человек может через пенсионный фонд приобрести в свой инвестиционный портфель.

ИИС — продукт довольно уникальный и я думаю, что интерес граждан к нему будет расти очень сильно и очень быстро. Я также надеюсь, что прогрессивные улучшения юридического статуса позволят нам этот интерес подогревать.

Спасибо большое!

**Виктория Денисова.** Хотела бы сказать о том, что вижу сейчас перспективу в воспитании внутреннего инвестора, в его развитии. Крупным инвестиционным компаниям надо делать ставку в первую очередь на воспитание молодого поколения. Они сейчас продвинутые,

грамотные, но не знают, в какую сторону бежать.

Недавно у меня был разговор с одним родственником, который случайно посетил семинар «Финама» по ИИСам. Молодой человек пришел в восторге: он теперь знает все, что надо делать и просит родителей забрать деньги с депозитов — он пойдет ими управлять и откроет счет в «Финаме» (*взрыв смеха в зале*). Я сказала родителям — надо дать ему попробовать, не слишком большую сумму, но дать пощупать саму возможность. И таким образом мы сможем вырастить из этого парня квалифицированного инвестора. Такая молодежь сейчас открыта ко всему интересному, и надо бороться за этого внутреннего инвестора, надо его возвращать.

**Андрей Звездочкин.** В презентациях было представлено много информации. [В том числе], много информационного шума, который скрывает реальную картину.

Я обратил внимание на статистику по открытым интервальным паевым фондам, — это, может быть, самый прозрачный сегмент на рынке. Клиенты ПИФов — это те самые розничные долгосрочные инвесторы. Если пересчитать в долларах, то с 2007 года рынок сократился в четыре раза, и на нем нет миллиона инвесторов. Может, есть 100 тысяч человек, которые осознанно что-то делают. И есть небольшая доля людей, которые пришли на большом движении — рынок упал, и они пришли открывать счета, чтобы быстро на этом заработать.

При этом [в нынешней ситуации также] есть позитив. Здесь, на конференции НАУФОР, присутствуют, наверно, все активно действующие рыночные компании. Каждый нашел свою нишу. Существующие рыночные сегменты растут и позволяют этим компаниям зарабатывать, уникальные знания позволяют защищать свою долю. Но макроусловия очень негативные. И







рассчитывать на принципиальные изменения сложно.

Что же нужно для того, чтобы произошли изменения? Например, нужно снижение ставок по банковским депозитам. Если ставки уйдут на уровень 5% и ниже, возможны существенные сдвиги. Здесь не все зависит от Центрального банка, но хочется надеяться, что мы к этому придем.

Если регулирование позволит привлечь институциональные деньги в реальные финансовые инструменты, это тоже может помочь рынку. Надемся, что регулятору это удастся.

Индивидуальные инвестиционные счета — это тоже большие изменения для рынка. Но потребуются несколько лет, чтобы раскрутить эту тему.

Вот то, что мы видим со своей стороны. И хотелось бы смотреть на ситуацию не через розовые очки, а так, как она есть.

**Олег Вьюгин.** Я думаю, что даже тот, кто сейчас на падении купил, а через месяц вышел, тоже инвестор. Время такое, когда все ведут себя рационально, когда нужно совершать операции чаще. В этом ничего плохого нет. Но с ПИФами ситуация весьма плачевная, это действительно так. Не думаю, что дело только в макроэкономике. Надеюсь, позже мы коснемся этой темы.

**Владимир Потапов.** Мне кажется, одной линией через все выступления проходит то, что инфраструктуру российского рынка действительно докрутили. Сделали в этом сегменте даже больше, чем, казалось бы, генерировалось со стороны спроса.

Понятно, что на основе большого количества исследований и лучших западных аналогов были сделаны определенные продукты, но сейчас спроса на эти продукты нет. Но оставим в покое иностранцев, они приходят и уходят. Я уверен, что волатильность пройдет, и иностранные инвесторы вернуться. А те, кому не нужен был наш рынок, все

равно не придут — при каких угодно инфраструктуре и продуктах.

Все говорят про внутренних инвесторов. Мне кажется, здесь нужно четко понимать, что есть две ключевые проблемы. Первая — насколько конечному потребителю интересен конкретный продукт, какие у него есть продуктивные альтернативы и вторая — каковы каналы дистрибуции самого продукта. Скажем, ЗПИФ — прекрасный продукт. Но до сих пор банки не могут его оценивать по справедливой стоимости. Для любого банка инвестирование в ЗПИФ через три года становится непомерной ношей. Можно докрутить институт оценщиков, но есть и другие вопросы, они тоже не решены, — так что банки сейчас из этого рынка вытеснены. Хотя ЗПИФ, по сути, очень удобный и интересный инструмент для банков.

Другой пример — пенсионные фонды. Говорят, что пенсионные фонды — это длинные деньги, но реально они до сих пор так и не стали длинными деньгами. В частности, потому, что ни один пенсионный фонд не знает, каким образом разносить отрицательный убыток.

Сегмент крупного частного капитала, наверно, наиболее готов к тому, чтобы помочь российскому фондовому рынку. Потому что у среднего инвестора нет никакого стимула для выхода на фондовый рынок. Для банков нет альтернативных долгосрочных и стабильных источников финансирования, соответственно, они смотрят на депозиты населения как на основной источник финансирования. Предлагают населению соответствующие ставки. И дело не только в ставках. Пока у банка будет ключевая направленность не на инвестиционный продукт, а на депозиты как систему фондирования собственного баланса, положение не сдвинется. Значит, надо создавать альтернативные банкам каналы дистрибуции инвестиционных продуктов. Но тут опять возникает вопрос — не доделана до конца система электронной подписи.

То есть для инфраструктуры сделано очень много, но все-таки есть огромный инфраструктурный пласт, который нужно докрутить с точки зрения развития внутреннего инвестора практически по всем сегментам.

**Александр Лосев.** Маленькая ремарка по поводу иностранцев. Сейчас их доля на нашем рынке акций (я имею в виду free float) составляет 70–75%. У нас рынок иностранных инвесторов. Что касается внутренних инвесторов, я вижу три проблемы. Первая проблема — то же страхование вкладов. Поскольку проценты по депозитам страхуются, то у населения нет желания вкладывать в акции и в облигации, потому что дивиденды и купоны по облигациям не страхуются. Если Центральный банк отменит страхование процентов по депозитам, то мы будем на равных условиях.

Во-вторых, внутреннему инвестору мешает развиваться колоссальное расхождение населения по доходам. Те, у кого есть деньги, находится далеко за МКАДом — в Цюрихе, в Лондоне. Те, у кого денег меньше, но они есть, инвестируют в банковские депозиты. А на рынке акций они видят, что текущие значения индексов ниже, чем пять лет назад, чем семь лет назад. То есть наш рынок не показывает рост. Потому что [отсутствует] корпоративная культура, потому что дивидендная доходность низкая, потому что происходит отток капитала.

Очень много всего, что нужно менять в этом внутреннем инвесторе, в этом отношении. И менять надо сразу, резко и одновременно — и со страхованием вкладов, и с корпоративной культурой наших эмитентов.

**Олег Вьюгин.** Спасибо. Вы назвали болевые точки, в рамках которых рынок существует. Что касается страхования, то я так понял, что сейчас все идет по другому пути — [обсуждается возможность] не отменять страхование депозитов, а вводить инструменты страхования альтернативных инвестиций, — хотя бы по ИИС.

**Юрий Минцев.** Речь идет о том, чтобы страховать лишь тело депозита, но не доходы по нему.

**Яков Миркин.** Мы должны понимать, что операционная способность финансового рынка зависит не только от процентной политики Центрального банка, но и от его денежной политики. Рынок живет в условиях снижающейся монетизации. Насыщенность деньгами (индикатор M2 к ВВП) снижается. Объем денежной массы снижается физически, по номиналу — это и насыщенность кредитами, и объемы кредитов. С учетом инфляции, снижение по номиналу реальной стоимости денежной массы — это еще хуже. Монетизация по M2 к ВВП в этом году составляет 41–41,5% вместо 45–46% несколько лет назад. До тех пор пока не произойдет возврат к более мягкой денежной политике, операционная способность финансового рынка будет сужаться, какие бы стимулы мы ни создавали, и все больше она будет зависеть от нерезидентов.

**Ирина Кривошеева.** Хотелось бы добавить позитива в контексте названия конференции. Наверно, все мы помним мультфильм «Ежик в тумане». У ежика там тоже было очень много страхов, но в то же время была Белая Лошадь. Так вот, мы верим, что индивидуальные инвестиционные счета — это действительно та самая Белая Лошадь 2015 года, которая нам поможет.

Если посмотреть на депозитную базу [российских банков], то средства клиентов составляют 7,5 триллионов рублей. При этом доля средств, которая приходится на состоятельных инвесторов, растет, и растет из года в год. Количество индивидуальных инвестиционных счетов перевалило уже за 20 тысяч, и это работа компаний за три месяца, потому что соответствующие ИТ-системы они начали строить буквально с февраля. Если соотносить это с 200 тысячами (численность базы активных клиентов управляющих и брокерских компаний), то это уже 10%.





То есть за три месяца рынок сделал 10% от того, что делалось на протяжении предыдущих долгих 20 лет. Поэтому мне бы хотелось поддержать идею следующего шага по развитию индивидуальных инвестиционных счетов. Обеспечение страхования инвестиций граждан станет важным элементом борьбы со страхами ежиков. Важно, чтобы у граждан появилось дополнительное ощущение защиты от недобросовестных компаний.

И если этот шаг удастся сделать еще в этом году, это будет знаковым элементом того, как мы любим и холим нашу Белую Лошадь.

**Олег Михасенко.** Мне очень понравилось определение рынка: «каким ты был, таким ты и остался». Отчасти это так, но также были достаточно интересные события. Появились ИИС. Было очень хорошее решение обеспечить дистанционное открытие счета онлайн. К сожалению, до конца это не доделано, потому что не готова операционная часть, и физическое лицо не может пока воспользоваться этой услугой.

Еще важное событие — открыт юридически рынок форекс. Рынок этот с точки зрения доходности намного прибыльнее [чем депозиты]. В конечном итоге все эти изменения привлекут на рынок дополнительных инвесторов.

Очень много инициатив в части налогообложения. Если их реализовать, то будет еще лучше.

К сожалению, сейчас на ситуацию в основном влияют санкции и закрытие рынков капитала.

**Анатолий Шведов.** Не могу не отметить по темам, которые коллеги уже озвучивали, а именно: инфраструктура и пенсионные реформы. Повторяю, чтобы еще раз подчеркнуть, что эти две темы сейчас являются архиважными для развития рынка, и без них мы дальше никуда не поедем.

Хотел бы чуть-чуть уцепиться за ремарку в выступлении Александра Афанасьева, который, упоминая про-

дукты, которые развиваются на бирже (а биржа у нас основная площадка для всех финансовых рынков), сказал, что не работает рынок процентных свопов. Казалось бы, частный пример, но очень показательный для нашей инфраструктуры и для нашего рынка, в частности. С одной стороны, процентные свопы — абсолютно необходимый инструмент для функционирования любого финансового рынка, с другой стороны, он в России не работает. Не работает потому, что (как и в ряде других случаев) не решена одна из фундаментальных проблем: а именно, нет базового актива. Никогда в жизни процентный дериватив не будет развиваться, если нет рынка коротких процентных ставок. Рынок длинных процентных ставок у нас худо-бедно существует, а коротких процентных ставок нет в принципе. Единственным инструментом, которым можно заменить этот продукт, является абсолютно нерусский инструмент, который торгуется в Лондоне и Нью-Йорке и называется валютный форвард. И, по большому счету, к рынку процентных ставок он имеет косвенное отношение.

Не хочу говорить исключительно про рынок процентных ставок. Просто, по-моему, это достаточно яркий пример. Инструмент не пойдет, пока не будет ликвидационного неттинга. Неттинг есть в теории, но его нет на практике. Это неудобно, это зарегулировано, периодически откладываются дедлайны по введению в жизнь каких-то нужных для его реального запуска поправок. В общем, есть масса оговорок, но ликвидационного неттинга нет. Без ликвидационного неттинга не будет внутреннего рынка деривативов, без внутреннего рынка деривативов не будет рынка процентных ставок и так далее. То есть остается одна из фундаментальнейших проблем, которую, казалось, не так сложно решить.

Есть какие-то вещи, которые являются базовыми для всех финансовых рынков. И я категорически против



того, чтобы сравнивать уровень инфраструктуры нашего рынка со странами БРИК, куда входит Бразилия (там с инфраструктурой сейчас определенные проблемы), а также Индия и Китай (где в хорошем понимании инфраструктуры нет вообще). Я бы сравнивал наш рынок если не с Америкой и Германией, то, как минимум, с Восточной Европой и Турцией, где инфраструктурные проблемы решены. И неплохо обратить на них внимание как на позитивные примеры.

**Антон Рахманов.** Поговорим про индивидуальные инвестиционные счета. Необходимо четко понять, какие именно инструменты мы можем приобретать в рамках ИИС. Думаю, что выскажу общее мнение. Основная цель в данной ситуации — сформировать так называемый позитивный опыт розничного инвестора. Наш розничный инвестор сейчас чувствует себя не очень хорошо, он побит опытом народных размещений, внутренней волатильностью рынка акций и облигаций. Поэтому позитивный опыт — это, наверное, самая архиважная задача.

У меня был рабочий опыт, когда после окончания бизнес-школы в 1995 году в Англии мы внедряли так называемый *personal equity plan*, который освобождал от подоходного налога шесть тысяч фунтов инвестиций розничного инвестора. Не секрет, что после этого в течение трех лет FTSE 100 вырос в два раза, причем львиная доля контрибьюшена возникла за счет розничных денег, которые пошли от внутреннего английского инвестора на внутренний рынок.

В связи с этим я испытываю крайнее недоумение. Почему мы не перенимаем международный опыт и до сих пор как управляющие не можем позволить нашему инвестору инвестировать в наш же собственный ПИФ в рамках индивидуального инвестиционного счета?

Не секрет, что 400 тысяч рублей, которые на сегодняшний момент по-

зволено инвестировать в данный инструмент, не дают возможности сделать адекватную диверсификацию по инструментам. Сейчас я говорю только про счета ДУ и не касаюсь брокерских ИИС. А именно ПИФ позволяет это сделать [диверсификацию]. Здесь нет никакого конфликта, и технически это очень просто сделать в рамках текущего законодательства. С налоговой точки зрения инвестору позволено открывать либо счет ДУ, либо брокерский. Нужно просто добавить возможность открывать счет пайщику паевого инвестиционного фонда. Помимо всего прочего, одним выстрелом мы убьем двух зайцев, потому что это будет крайне комплиментарно, для индустрии ПИФов в том числе.

С моей точки зрения, это абсолютно логичный и адекватный шаг, который мы должны сделать как можно быстрее. Тем самым мы поможем себе, инвесторам и рынку.

Спасибо.

**Александр Лосев.** Можно еще про налоги? Проценты по депозитам сейчас обеспечены страховкой. Почему Минфин не может дать физическим лицам аналогичные льготы на доходы по дивидендам и купоны по облигациям? [Если бы эта мера была принята, то] любая сумма, которую частный инвестор заводит на рынок ценных бумаг, уже смогла бы конкурировать с банковскими депозитами.

**Олег Вьюгин.** Я так понял, что по купонам разговор начал. По дивидендам — это очень болезненная вещь. Министерство финансов не будет готово что-то здесь делать, потому что механизм выплаты дивидендов был механизмом выплаты огромных безналоговых денег.

**Максим Малетин.** Я абсолютно убежден, что самостоятельно торговать будут единицы из имеющегося числа инвесторов. Возможно, они сходят на брокерские обучающие мероприятия и семинары, возможно, придут после этого на ры-





нок и даже три месяца там проживут, но глобального [притока не будет]. Частный инвестор придет на рынок, наполненный алогтрейдингом, с очень маленькой ликвидностью. На самом деле [на таком рынке] он нуждается в услугах управления, в тех продуктах, о которых говорили коллеги.

С другой стороны, на нашем рынке отсутствует институциональный инвестор. Мне кажется, что самая главная тема — развитие институционального инвестора.

Сейчас на рынок начинают приходить финансово грамотные люди, при этом у них есть сбережения, но большая часть людей все равно будет сидеть в депозитах. Знает ли конечный инвестор, имеющий средства на депозите, как заработать на фондовом рынке? Нет. Ему нужны инструменты, связанные с управлением.

Последнее время весь рынок активно продвигал идею привлечения внутреннего инвестора. До этого вся инфраструктура активно двигалась в сторону международного инвестора. А вот перед самым кризисом 2008 года усилия в первую очередь были направлены на отечественного институционального инвестора. И мне кажется, именно об этом надо говорить. Почему мы говорим про те фонды, которые находятся на Каймановых островах, Кипре и так далее? Потому что здесь, в России, того продукта, той инфраструктуры, тех условий для управления [которые созданы там] просто нет. Если не создавать инфраструктуру для институционального инвестора, то большинство людей, приходящих на фондовый рынок, откроют счет ИИС, — но только для того, чтобы получить налоговую льготу или купить простой понятный продукт.

**Олег Вьюгин.** А что мешает? Вы сказали сейчас про Каймановы острова, Кипр — что там лучше — налоги, регулирование? **Максим Малетин.** Да там вообще нет никакого регулирования. Управляющий придумывает продукт, который удобен

[клиенту]. Деньги здесь [в РФ] уже обложены налогом, и клиенты хотели бы прийти здесь в понятную прозрачную структуру. Но нынешние ПИФы не очень им подходят. И я думаю, вот эта тема нуждается в рассмотрении.

Брокерское сообщество сможет привлечь на рынок 20 тысяч розничных инвесторов, потом еще 20 тысяч, но на самом деле потенциал гораздо больше. На рынок деньги приводят брокеры, но за брокерами должны стоять институциональные инвесторы.

**Юрий Минцев.** Опять возвращаюсь к названию конференции. В тумане ли мы? Я бы сказал, что да, в тумане, — но туман в туннеле. Единственный выход из этого туннеля — ключевая ставка 4% годовых, ставка по депозиту — 3%, ставка по кредиту — 5%.

Другого пути у нашей страны просто нет. Это не вопрос существования нашей с вами индустрии, или банковской индустрии. Это вопрос существования страны и национальной безопасности. Поэтому рассматривать вариант, что этого [снижения ставок] не будет, я бы не советовал. Рано или поздно мы все равно к этому придем, иначе останемся на задворках мира. И шаги по построению инфраструктуры, которые сейчас предпринимаются, действительно будут не лишними.

Конечно, история про 20 тысяч уже открытых ИИС — это ничто. Как участник этой индустрии я скажу, что новый инвестор пока не идет ни к брокерам, ни к управляющим открывать ИИС. ИИС открывают те же самые спекулянты, которые спекулировали до этого. Поэтому не будем обольщаться. С другой стороны, прекращать просветительскую работу не нужно. Я считаю, очень хорошо, что брокера и управляющие компании просвещают людей. Эта работа нужна на будущее. Но сейчас говорить о том, что частные инвесторы придут на фондовый рынок, при том, что ставка по банковско-



му депозиту дает им 15% годовых, — это смешно.

Мы все равно вернемся к нормальной экономике со ставкой по депозиту в 3%, и тогда не будет речи о том, что инвестор не идет на рынок ценных бумаг.

И конкретное предложение. Мы уже какое-то время работаем с мегарегулятором, и работаем очень хорошо. Однако мне кажется, что в работе мегарегулятора присутствует некий конфликт интересов. С одной стороны, есть желание развить этот рынок, создать возможности для появления новых продуктов, новых услуг, новых форм обслуживания. С другой стороны, контроль за тем, чтобы не появилось много жуликов, схем и так далее. Но вот эти опасения, как бы куча жуликов не воспользовалась новой услугой или продуктом, мешают. Поэтому, с моей точки зрения, необходимо создавать агентство по развитию, возможно, на базе Минфина, — которое не будет ограничено соображениями «как бы чего не случилось».

Спасибо.

**Роман Горюнов.** Добрый день, коллеги!

Всегда приятно приходить на конференцию НАУФОР, потому что поговорить здесь можно честно и откровенно, каждый может говорить то, что думает. Я тоже буду говорить то, что думаю.

Из года в год мы смотрим на эти печальные всех графики, обсуждаем, что делать. То, что мы сейчас видим, помимо санкций и прочих внешних факторов, которые возникли в прошлом году, во многом объективно. Мы сегодня услышали, что у нас лучшая в мире инфраструктура и лучший в мире регулятор. **Олег Вьюгин.** Такого не было.

**Роман Горюнов.** Ну примерно так это звучало. И все с этим даже согласны, и никто не спорит, именно потому, что мы все последние годы ровно этим и занимались — строили инфраструктуру и регулятора. Но как показывает практика, это не очень помогло рынку. На мой взгляд, инвесторы отсутствуют

потому, что рынок не готов обслуживать инвесторов.

Вся нынешняя инфраструктура — брокерская, биржевая — не готова к тому, чтобы обслуживать тех инвесторов, которых мы хотим получить. И во многом она не готова из-за состояния посредников. Потому что про издержки посреднической инфраструктуры, про эффективность посредников и про то, что они должны быть сильными, что их должно быть много, они должны зарабатывать деньги и иметь ресурсы на развитие, — про все это вообще никто не говорит и не думает. Эффективность бизнеса посредников резко падает из-за того, что спрос очень ограничен, его надо формировать, а ресурсов на то, чтобы его формировать, мало.

Мы видим существенное увеличение регулятивной нагрузки. Лариса Константиновна [Селютина] представляет как раз то подразделение Центрального банка, которое по этому поводу очень сильно переживает. Но мегарегулятор большой.

Появилась «прекрасная» новость, что в любом профучастнике, даже если там всего пять сотрудников, два теперь должны заниматься исключительно борьбой с отмыванием [доходов, полученных преступным путем]. Биржа у нас тоже замечательная, но и она умудряется перекладывать свои издержки на участников. Мне кажется, что репо с центральным контрагентом — это мегаистория с точки зрения правильности, эффективности и снижения рисков. Но в прошлом году биржа переложила издержки центрального контрагента на участников, увеличив обеспечение до таких размеров, которые не до конца понятны при нынешней капитализации инфраструктуры. Мы все прекрасно преодолели, но преодолели за счет того, что участники за это заплатили. На эти деньги они могли бы повысить свою капитализацию, доходность.



В НП РТС есть Комитет по маркетингу. Он попросил нас провести контрольные закупки по ИИС. Результат этой работы печален. Брокерская инфраструктура не готова к обслуживанию ИИС. Если ты хочешь открыть ИИС, надо совершить немислимое количество действий. Тебе не могут просто и быстро объяснить, что надо сделать. Это не упрек, это просто констатация того состояния, в котором мы находимся. Мы не сможем получить инвесторов, которых ищем, если у нас не будет сильной посреднической инфраструктуры. У нас сложный рынок, сложные продукты. Эти продукты надо хорошо создавать и хорошо продавать. То состояние, в котором находится индустрия в настоящее время, в моем понимании не позволяет привлечь тот миллион инвесторов, который можно привлечь. Это не чья-то конкретная проблема, это наша общая проблема. Если мы не озадачимся этой проблемой, а именно — сделать индустрию посредников эффективной, доходной и способной привлекать инвесторов, то мы из года в год так и будем говорить про отсутствие этих инвесторов.

Спасибо.

**Юрий Минцев.** Все-таки можно я за посредников скажу? Я согласен, там есть куда совершенствоваться. Но еще раз повторяю — при ключевой ставке 3% не надо будет нам помогать строить какие-либо процессы, мы привлечем эти миллионы [инвесторов] вообще без всего.

**Сергей Лукьянов.** Приветствую, коллеги. Продолжу тему.

Я знаю, что контрольная закупка проводилась не вчера, а достаточно давно. Но ничто не стоит на месте. Думаю, что если ее провести через три месяца, через полгода, — результаты будут совершенно другие, которые будут радовать.

Действительно, инфраструктура налаживается. Управляющие компании говорят, что только в феврале-марте наладили ИТ-часть [для работы с ИИС]. Участники только начинают привыкать

к новому инструменту, это совершенно нормально.

Тон дискуссии задали первые две презентации. Стакан — он или наполовину пуст, или наполовину полон. Для тех, кто уже в рынке, ответ прост: «Какая разница? Мы все равно уже находимся в этой воде. Для нас не стоит вопрос выбора». Поэтому в любом случае мы будем развиваться в тех условиях, в которых уже находимся.

Для нас может иметь значение только вопрос стратегии и тактики. Стратегия для каждого участника — это вопрос стратегии компании. Для нашей компании это розница. И в общем-то она для нас не менялась. Также и у других участников рынка стратегии были определены достаточно давно. Тактика же у нас у всех примерно одинаковая: постоянное развитие технологий, продуктов и сервисов.

С момента появления мегарегулятора в индустрии действительно многое изменилось. Появились ИИС, возможность дистанционного открытия счетов. Как только эти сервисы станут, так сказать, на рельсы [и масштабируются], это принесет много пользы.

Еще нужно страхование инвестиций, то есть повышение надежности. Чем быстрее появится страхование для брокеров (хотя бы с ИИС), тем быстрее это привлечет дополнительных участников. Страхование для ежика в тумане будет меньше.

Сейчас самое лучшее время сделать страхование для ИИС. Индивидуальные инвестиционные счета только появились, поэтому если сделать их страхование сейчас, то бизнес-модель можно легко откорректировать. Года через два-три, когда этот продукт уже будет двигаться, как паровоз, что-то менять будет тяжело.

Предлагаю обратить на это самое пристальное внимание и регулятора, и всех участников, потому что это общая задача.

Также много говорилось о новом законодательстве. Хотелось бы обернуться

и посмотреть, сколько у нас старья, старого законодательства, которое мешает жить. Внутренний учет регулируется положениями чуть ли не 2001 года. Вышел новый закон об электронно-цифровой подписи, но осталось действительным старое положение ФСФР, принятое больше десяти лет назад. Хотелось бы, чтобы не забывали отменять это и подобное старье.

Маржиналку приняли, но почему-то 0625 отменить забыли.

А вопрос развития для нас очевиден и понятен: это внутренний розничный инвестор.

Спасибо.

**Владимир Потапов.** Мне понравилось выступление Романа. Мы действительно много говорим про посредников, но при этом забываем, что сами брокеры — тоже посредники во многих вещах.

Мы действительно сделали много интересного, запустили множество продуктов. Но при этом мы упускаем из виду, что должны смотреть на себя в первую очередь как на посредников, должны обсуждать вопросы дистрибуции этих продуктов. У нас как посредников нет контакта с другими посредниками. Надо прямо спрашивать у банка: сколько времени занимает первичная продажа ПИФа? Какова ротация инвестиционных консультантов?

Можно ли говорить о понимании инвестиционного продукта, если у нас до сих пор нет института инвестиционных консультантов? Вообще нет такой профессии. А ведь это огромный пласт работы. Мы хотим делать ПИФы — хорошо. Значит, надо посадить вместе всех посредников, работающих с этим продуктом, включая нас, и понять, почему продукт «не летает».

А с точки зрения собственно продуктов проблем нет. Могу привести пример. За последние три года у нас появилось 33 новых продукта, хотя запуск новых продуктов — довольно сложный процесс. 33 продукта одобрено. А сколько взлетело? Два. 33 новых идеи

за три года полностью проработаны, прошли комплаенс, бэк-офис, мидл-офис, фронт-офис, а спрос — только на две из 33. Вот ключевая проблема. Мы посредники и, к сожалению, в этой цепочке стимулы распределяются очень по-разному.

Еще пример. Мы хотим, чтобы пенсионные фонды инвестировали в долговую. Есть пенсионный фонд, есть управляющая компания. Вознаграждение, которое сейчас генерируется по пенсионным фондам, является ли стимулом к долгосрочному инвестированию? Нет. Потому что вознаграждение управляющей компании зависит только от прироста активов. Зачем управляющей компании или пенсионному фонду брать рисковый продукт, по которому управляющая компания получит ноль дохода, если будет волатильность на рынке?

По ПИФам нужно делать то же самое. По доверительному управлению — то же самое. По другим институциональным счетам — то же самое. И тогда у нас все взлетит. И мы как посредники будем готовы активно участвовать.

А с точки зрения генерации идей, поверьте мне, в нашей стране с идеями все в порядке.

Спасибо.

**Алексей Тимофеев.** Хотелось бы перейти к теме регулятивной нагрузки на индустрию. Предложу начать Якову Моисеевичу [Миркину], потому что у него есть некоторый глобальный и достаточно системный взгляд на этот счет. **Яков Миркин.** По поручению Банка России мы провели в структуре НФА исследование бизнес-моделей брокерско-дилерской, депозитарной, регистраторской деятельности.

Получилось уникальное исследование более 200 брокеров-дилеров. Там есть чудесные открытия. Очень надеюсь, что Банк России раскроет результаты исследования.

Это делалось, как я понимаю, потому, что регулирование обычно настраивается именно на действующие бизнес-моде-

ли, чтобы уточнить будущие регулятивные установки для брокеров-дилеров.

Занимаясь этой работой, я попытался сформулировать то, что назвал тезисами регулятивной политики на финансовом рынке в отношении, прежде всего, брокеров-дилеров.

Хорошо известна классическая модель финансового регулирования. Она родом из США и внедрялась в 90-е годы. В этой модели банки регулируются на полную катушку, потому что за ними стоит состояние платежной системы, риски набега вкладчиков, системные риски. Банки — это столпы, которые должны регулироваться действительно полноценно и объемно.

Вся прочая финансовая индустрия в этой модели стандартно регулируется слабее. Потому что есть слоны, а есть волки и рыси — те, что должны бегать и охотиться быстрее, но и умирать чаще. Это настройка на распределение финансовых рисков в реальной экономике. Волки и рыси — брокеры и дилеры — в отличие от банков, должны принимать более высокие риски, риски, которые связаны с быстро растущими сегментами реальной экономики. Там, где риски еще выше, в венчурной индустрии, регулирование должно быть еще слабее.

Именно так было до кризиса 2008 года. После кризиса постепенно стала складываться новая модель, так называемая тeneвая банковская система. К ней отнесли брокеров-дилеров, институты коллективного инвестирования и финансовые холдинги. Было решено, что они несут такие же системные риски, как банки, и что кризис 2008 года это показал. И для них тоже должно существовать пробанковское регулирование. Постепенно вся тяжесть пруденциального надзора, управление рисками (все то, чем замечательно регулирование банков) должно переноситься и на небанковскую отрасль.

Но в России это делать рано. Мы — развивающийся рынок с более высокими рисками. Мы должны иметь





как можно больше волков и рысей для того, чтобы доводить инвестиции в самые рискованные сектора. Наша экономика должна расти быстрее. Это значит, что экономика волатильнее и принимает на себя более высокие риски. На нашем рынке есть финансовые холдинги, которые имеют системообразующее значение. Как правило, они государственные и в минуту опасности будут спасены. «Теневая банковская система» в России еще не сложилась, финансовая зрелость намного ниже. Поэтому для России должна быть применена именно докризисная классическая модель финансового регулирования.

Перенос мировой реформы финансового регулирования, модерлируемый со стороны G20 (а мы несем обязательства, которые принимаем на себя в этом формате), на Россию и другие развивающиеся рынки должен происходить с большим замедлением, и это должно быть положено в модель работы финансового мегарегулятора.

Что мы имеем на практике. У брокеров-дилеров — резкий рост регулятивных нагрузок, издержек на раскрытие информации. Кстати говоря, мы посчитали это численно, правда, не в отношении брокеров-дилеров, а в целом, по количеству нормативных актов, которое издается Банком России. К финансовому рынку это не совсем относится, потому что регулятор только входит на рынок. У нас получилось, что за год количество нормативных актов, издаваемых Банком России, в 2014 по отношению к 2013 году возросло ровно в три раза. Это более 600 нормативных документов.

Итак, у брокеров идет резкий рост регулятивных издержек, издержек на раскрытие информации, усиление надзорной функции, постепенный переход к пробанковскому регулированию, в будущем — к банковскому учету, банковской системе пруденциальных нормативов и их мониторингу. Все это в кризис, на холодном рынке.

Оценочный рост регулятивных издержек — 30–40%. С одной стороны, мы понимаем, что это служит «очищению отрасли». Анализ показывает, что 70% компаний, имеющих брокерскую лицензию, почти ее не используют. Понятно, что многие из них могут не выдержать нагрузки и сами уйдут с рынка, без всякого надзора и правоприменения. Если следует выполнить к сроку постоянно растущие регулятивные требования, заплатить, обеспечить соответствующую операционную способность, то можно прогнозировать, что существенная группа компаний в условиях такой растущей регулятивной нагрузки с этим не справится. С другой стороны, в кризис на очень слабом развивающемся рынке, в убыточном в целом финансовом секторе (я подозреваю, что за 1-й квартал банковский сектор в целом убыточен; если бы мы считали в целом по брокерам-дилерам, подозреваю, что это тоже был бы убыточный сегмент) правильно ли переходить на пробанковскую модель регулирования, резко увеличивая регулятивные издержки и, значит, риски среднего финансового бизнеса?

Мы теряем сеть брокеров-дилеров и институциональных инвесторов со скоростью 8–10% в год. Часть из них — действительно никакие компании, но важно с водой не выплеснуть и ребенка.

На рынках типа сегодняшнего российского, увеличивая регулятивные издержки, важно одновременно компенсировать это стимулирующими мерами. Самая сильная мера для обычных брокеров — это введение индивидуальных инвестиционных счетов плюс много других замечательных новаций, но они носят инструментальный технологичный характер. Они очень хороши для казначейств, для крупнейших банков-эмитентов и даже способствуют дальнейшей концентрации в небанковском секторе, но гораздо меньше решают проблемы «почвы» — массового инвестирования, того, как выживать массовому среднему и малому финансовому

бизнесу, который очень нужен на таких развивающихся рынках, как российский.

Если бы мы анализировали отдельно доступность финансовых услуг в регионах, мы бы сделали массу негативных открытий. Мы бы обнаружили значительную часть регионов, где доступность брокерских услуг является минимальной.

И последнее. Это проблемное выступление. Его цель — предложить публично обсудить концепцию регулирования небанковского рынка, предложить ее сформулировать, попытаться всем вместе увидеть полную дорожную карту нарастания регулятивных издержек и дорожную карту компенсирующих, стимулирующих мер. И конечно, мы все понимаем, что это имеет огромное значение для правильной и эффективной работы мегарегулятора, и огромное значение для удержания на плаву небанковской части финансового рынка в кризисный период.

Благодарю за внимание. **Алексей Тимофеев.** Спасибо большое. Я хочу сказать, что это очень близко НАУФОР, и мы рады, что НФА разделяет эту обеспокоенность. На самом деле я вижу встречные тенденции. Даже в нормативных требованиях Центрального банка. Первый элемент — дифференциация требований к компаниям. То есть прием, который мог бы быть положен в основу разделения компаний на слонов, рысей. Я думаю, что нужно найти оптимальный механизм дифференциации регулятивной нагрузки для компаний разного масштаба, деятельности и круга операций.

Мы думаем о том, чтобы разработать надзорную матрицу. Она должна определять, что следовало бы на самом деле контролировать с точки зрения понимания бизнеса, с точки зрения пруденциальных требований, правил поведения, отношений с клиентами для каждой из компаний соответствующей группы. Если мы всерьез думаем о том, чтобы индустрия была массовой, разнообраз-

ной и обеспечивала бы доступ к финансовым услугам в разных уголках страны.

Мы находимся в постоянном контакте с Центральным банком, и некоторые шаги в этом направлении я вижу. Я вижу уже и правильное отношение относительно требований к депозитариям. Может быть, решение выделять лицензию для субброкеров не является очень удачным, но тем не менее это юридический прием, закрепляющий дифференциацию требований.

**Андрей Басуев.** Я представляю региональную компанию и буду говорить от имени региональных компаний. Хотя прошлый и этот год показали, что в стране уже не осталось региональных компаний. Остались просто крупные и мелкие компании. Более правильное деление прозвучало сейчас: слоны, рыси и волки. И в этих условиях приходится выживать региональным компаниям.

Меня спрашивают, в какой ситуации сейчас работа с Центральным банком. Центральные банк сейчас заставил компании повысить количество внутренних чиновников (я их так называю) в разы. Сотрудников, которые занимаются реальной работой, осталось в разы меньше. Внутренние чиновники — это управленцы, бэк-офис, бухгалтерия, контролеры, специальные должностные лица. У нас две компании — брокерская и управляющая, всего 25 человек. Масса средств идет на содержание внутренних чиновников. Кроме того, зачем нам совет директоров? Совет директоров в одной компании, совет директоров в другой компании — это тоже административная нагрузка и расходы, которые мы должны нести.

По поводу штрафных санкций. Если взять, например, нашу компанию и крупную компанию БКС. Их бизнес в сто раз больше, чем наш, но штрафные санкции одинаковые. Чтобы компания БКС почувствовала, как тяжел штраф в 700 тысяч для нашей компании, она должна получить штраф в 50 миллионов рублей. Мы поставлены в неконкурент-

ные условия по отношению к крупным компаниям.

**Алексей Тимофеев.** По нашим оценкам, за Уралом осталось, если не иметь в виду БКС, пять компаний с числом клиентов от 800 до 2000. Обычно это компании с историей, пережившие пару кризисов. Их всего пять, и это компании, образующие основу индустрии. Нужен особый подход к этим компаниям, чтобы не начинать эту работу заново

**Олег Михасенко.** Скажу несколько слов как представитель БКС.

Насчет трактовки нормативных актов. Иногда [эти документы] пишут так, что трактовать их можно по-разному. Если был бы написан четкий регламент, было бы намного легче соблюдать правила. Например, открытие счета юридическому лицу. Один банк открывает за один день, другой за неделю, и все они соблюдают одни и те же требования.

В первую очередь надо навести порядок в нормативных актах, и нормативные акты должны всеми одинаково соблюдаться. Когда это будет сделано, нагрузка снизится и количество штата уменьшится.

Второе. Доступность фондового рынка и брокерских услуг в регионах. Индустрия развивается так, что офисы в регионах уже не нужны, развиваются технологии интернет-доступа. Интернет есть практически в каждом регионе, потребность в физическом нахождении на месте исчезла.

Вопрос о том, сколько нужно комплаенса и сколько кому давать штрафов. У вас работает 25 человек, у нас — 3 тысячи. Но у вас комплаенсом занимаются два человека, а у нас — 28. В итоге проблемы одни и те же. И штрафов у нас больше, потому что клиентов больше. Поэтому не суть — много или мало штрафов платить. Цель — чтобы все соблюдали закон, и закон был написан так, что нельзя было его трактовать влево или вправо. Мы всегда бежим впереди паровоза и соблюдаем все базельские требования намного жестче, чем в самой



Европе. Можно было бы идти постепенно и регулировать бизнес в соответствии с состоянием нашей экономики, с этим я согласен.

**Виктория Денисова.** Больше спасибо, Яков Моисеевич, что подняли эту проблематику. Действительно, очень хочется, чтобы все изменения, которые пришли в нашу жизнь с введением мегарегулятора, носили прикладной, реалистичный характер. Чтобы Центробанк понимал, что даже очень большие, входящие в топ-10 управляющие компании, брокеры, дилеры и профессиональные участники фондового рынка несравнимы с точки зрения возможностей, доходов, капитала с любым банком, с кем, собственно, и привык работать Центробанк.

Все новые отчеты требуют крайне серьезных доработок брокерских внутренних систем. В ситуации, когда и приход клиентов, и доходы не являются максимальными за последние несколько лет.

В продолжение сегодняшней дискуссии. Насколько по-разному воспринимаем мы одни и те же цифры, одну и ту же статистику. Кому-то кажется, что 20 тысяч ИИС — это большое достижение. Алексей Моисеев упомянул о том, что Минфин удовлетворен этими результатами. Но, как правильно сказал Юрий Минцев, эти инвесторы не новые и это не те люди, на которых продукт был рассчитан. Это те клиенты, которые были у управляющих компаний и брокеров до того, как появились ИИС. Я связываю это, конечно, с внешней средой, с высокими ставками. Но считаю, что тут еще есть тема малой информированности. Не говорю даже о финансовой грамотности. Люди мало информированы о том, что это [ИИС] вообще произошло.

Профучастники размещают контекстную рекламу. Биржа ведет совместную кампанию совместно с брокерами и управляющими компаниями. Но эта информация опять же доходит до тех, кто уже инвестирует. Наш народ, держатели депозитов любого сегмента об

этом не знают. Откуда люди в принципе черпают информацию? Из Интернета они получают информацию, которая «цепляет глаз». А в основном источник — телевизор. Народ наш смотрит 1-й канал. Я очень хорошо помню рекламу, которая идет перед 1 апреля, — «заплатите налоги и спите спокойно». Это очевидно финансируемая государством программа, которая имеет своей целью донести информацию до налогоплательщиков и получить в бюджет дополнительные средства. Глобальная задача ИИС — создать внутреннего инвестора, принести в экономику частные деньги, активизировать работу частных инвесторов на фондовом рынке. Мы как профессиональные участники, продавцы этих услуг, ходим по своим клиентам и пытаемся их привлечь. Но видим из статистики, что наши клиенты открыли ИИС в брокерских или управляющих компаниях в придачу к уже имеющемуся там счету. А новые клиенты, к сожалению, не пришли. Очень хочется, чтобы представители Центрального банка передали коллегам из департамента по повышению финансовой грамотности, что, может быть, стоит сейчас потратить бюджетные средства на рекламу, чтобы потом в большем объеме получить приход клиентов, денег в российскую экономику. Это конкретное предложение.

**Анатолий Гавриленко.** Первое. Александр Константинович, хочу ответить вам. Полностью согласен с вами в отношении интеллектуализации продукта, она нужна.

Во-вторых, не согласен с тем, что потребность в продуктах покрыта. Если не покупают наш продукт, значит, продукт не нравится. Значит, надо придумывать что-то другое.

Далее согласен, что мы показали достаточный уровень сопротивления. Но, на мой взгляд, усталость нарастает, сопротивляться бесконечно — сложно, об этом нельзя забывать. Завтра подводятся итоги школьной олимпиады в Высшей

школе экономики, приглашаю всех туда прийти.

У меня официальное поручение выступить от имени региональных компаний. Я благодарен Андрею Басуеву и принимаю у него эстафету. Хочу сказать, что нас, к сожалению, действительно стало очень мало. Практически перестало что-то [от нас] зависеть в регулировании, в развитии направления рынка. Главное наше сегодняшнее беспокойство, что не только нас, но и вообще участников рынка стало мало, и с каждым месяцем становится все меньше, а фондовый рынок окончательно заиклился на Москве.

Сегодняшнее руководство ЦБ достаточно прозрачное и открытое, но, к сожалению, у него отсутствует понятная система обратной связи с рынком. У нас есть стойкое убеждение, что с начальством тусуются одни москвичи. Даже у многих представителей НАУФОР мало средств, чтобы делегировать на эту конференцию представителей из регионов. Мы уверены, что всему рынку, а не только москвичам, нужна ясность в отношении условий работы, перспектив существования и развития.

На рынке много проблем. Одна из них, на мой взгляд, — это отсутствие защиты профессионалов и работников как физических лиц. Конкретный пример в регионах — аннулирование аттестатов у контролеров компаний. Аннулируют ровно за то, за что эти сотрудники точно не могут ответить: вывод денег, манипуляции бухгалтерии и так далее. Они хотят контролировать эти вещи, но у них не получается. Нет возможности контролировать тех же собственников. Тем не менее они полностью попадают под ответственность, их лишают лицензий. Надо что-то делать в этом направлении.

Мы уже два года тянем с регулированием СРО. Закона пока нет. В принципе СРО — это не проблема амбиций НАУФОР или НФА, это вопрос выживания и развития рынка. При разумном

регуляторе, конечно, можно обойтись без СРО, но кто верит в силу коллективного разума, в силу саморегулирования, самоорганизации, тот не будет превращать саморегулируемую организацию в департамент ведомства. Я верю в самоорганизацию и я за то, чтобы у СРО было как можно больше возможностей, полномочий и так далее.

Кроме того, я предлагаю ввести в практику ежегодную встречу участников некредитного рынка с регулятором для обсуждения результатов работы отрасли и понимания направления и перспектив развития. Раньше это было, каждый год мы собирались и обсуждали, а сейчас все размыто.

Вполне возможно подумать о создании виртуальных приемных для руководителей служб. Чтобы через интернет участники рынка могли давать руководству свои предложения и замечания.

И последнее. Мы должны помнить, что мы все — в одной лодке. Мы отвечаем друг за друга и перед каждым нашим клиентом, и перед регулятором, и в целом перед обществом. Поэтому любой косяк любой компании — пятно на всем нашем рынке. Когда мы исключаем кого-то и забываем об этом, это неправильно. Нужен определенный регламент взаимодействия при форс-мажорах, более жесткие условия принятия в члены [СРО], потому что мы просто и легко принимаем, но равнодушно расстаемся. Это неверно. Не стоит забывать, что надежность каждого из нас — надежность всего отечественного финансового, фондового рынка.

Спасибо за внимание.

**Сергей Золотарев.** Продолжу, пожалуй, от лица региональных компаний. Но с вашего позволения, не только про регулирование.

Во-первых, насчет макроэкономики я согласен с Юрой Минцевым на 200%. Действительно, макроэкономика определяет все в этом случае.

Далее, во многих выступлениях красной линией проходило, что на

фондовом рынке важны люди, которые принимают решения. Не все физические лица, приходящие на рынок, принимают решения, — решения принимают профессионалы. В нашей стране количество людей, принимающих решения, крайне мало. Все они сосредоточены, как правило, в профучастниках — финансовых институтах и в банках.

За счет кого мы можем многократно расширить рынок? За счет обычного населения? Нет, это утопия. Только они [люди, принимающие решения] могут приводить за собой деньги и эмитентов, о которых мы тоже здесь не упоминали. А где эти люди должны работать? Они должны работать в профучастниках. К сожалению, есть небольшое, но все-таки противоречие между развитием больших сетей и наличием внутри этих сетей в регионах людей, способных принимать решения, создавать продукты, брать на себя риск, управлять активами. В сетях нужны продажники. И это аргумент за то, что количество профессиональных участников должно бытькратно выше. Если вы хотите привести на фондовый рынок миллион человек, то с ними должны общаться десять тысяч человек, причем очень грамотных профессиональных людей, умеющих управлять активами на фондовом рынке. Отсюда простой вывод — размер имеет значение.

Перехожу к регулированию. Я не очень хотел про это говорить, потому что вижу шаги Центробанка. Шаги хорошие, правильные, много разных шагов. Но пока они все идут для меня под девизом «размер не имеет значения», а, на мой взгляд, размер имеет значение. И для мелких компаний в очередной раз встал вопрос «зачем мы существуем?» Нет смысла нести регулятивную нагрузку, которая растет уже на десятки процентов.

В заключение хочу поддержать Анатолия Григорьевича. Количество и качество информации, доходящей до небольших региональных участников,





катастрофически снизилось. Не все участники имеют возможность часто общаться в неформальной обстановке, в том числе с представителями саморегулируемых организаций, Центрального банка, крупных компаний. Это выливается в то, что по факту принятых нормативных актов и даже проектов этих актов невозможно строить стратегические решения для бизнеса. Можно подстраиваться только тактически.

Еще два года назад, приезжая в регион, я успокаивал коллег: «Не переживайте, скоро вы все будете инвестконсультантами, не надо будет содержать дорогостоящие лицензии, нести регуляторную нагрузку и так далее». Но института инвестконсультантов нет. Хотя кулуарно все говорили, что они уже на выходе.

Поэтому призываю наладить информационное взаимодействие со всеми участниками рынка, а не только с теми, кто действительно принимает решение и участвует в принятии решений.

**Яков Миркин.** Хочу только обратить внимание, что тезис о более слабом регулировании относится не только к относительно небольшим компаниям, он относится вообще к небанковской индустрии. Просто потому, что эта часть индустрии должна принимать на себя более высокие риски, обслуживая ту часть экономики, которая тоже несет более высокие риски. В индустрии сейчас получились ножницы, и это очень серьезно. При действительно неблагоприятной экономике, при сужающемся объеме рынка — растущие регулятивные издержки. Это ножницы, в которых брокерско-дилерскому бизнесу (независимо от размера) очень тяжело жить.

**Лариса Селюткина.** Первое. Вы говорите, что регулятивная нагрузка возросла в разы. Если говорить о нагрузке, то она возросла только с точки зрения ПОД/ФТ. С точки зрения регулирования деятельности брокеров по требованиям нормативных актов и закона о рынке ценных бумаг никакого увеличения



регуляторной нагрузки пока не произошло. А тенденции — это всё слова. Я вижу конкретную регуляторную нагрузку, связанную со 115-м законом, 445-м постановлением (ПОД/ФТ), когда участники рынка действительно вынуждены создавать отдельное подразделение. Это, к сожалению, не наш блок ЦБ. Да, соответствующие нормативные акты вступили в действие, мы видим проблему. Буквально вчера у меня состоялась очень плодотворная встреча с департаментом финмониторинга. Все проблемы, связанные с бизнесом брокеров, были обсуждены, были услышаны. Я направила предложения по внесению изменений в нормативные акты. Более того, от нашего блока идут предложения по изменению 115-го закона. Это касается не только брокеров, но и микрофинансовых организаций. Никто не собирается делать акцент только на ужесточении. Мегарегулятор — огромная сложная структура, и все движется медленно.

Если говорить об инвестиционных консультантах, то это уже сфера деятельности Государственной думы. Давайте объединять усилия. Как только мегарегулятор организовался, ЦБ сформировал перечень первоочередных поправок в законодательство. Поправки относительно инвестконсультантов вошли в этот перечень, но закон до сих пор не принят. Вчера был отчет нашего блока в Думе, мы эту тему озвучили на комитете, сказали, что нам действительно необходимы поправки, в том числе связанные с инвестиционными консультантами.

Если говорить о нагрузке со стороны нашего департамента, то вы ее, видимо, ощутили. И связано это с тем, что мы перешли на дистанционный надзор. Раньше надзор был в основном поведенческий — приходили жалобы, ФСФР посылала проверки, проверяла бизнес от и до, — и это были конкретные, точечные проверки. С августа прошлого года мы получили возможность автоматизации отчетности.

Теперь делаем это на постоянной основе. Отчетность каждого брокера теперь проверяется автоматически, сверяется с данными по движению денежных средств по корсчетам, с данными биржевых операций. Это дало ЦБ возможность теперь уже дистанционно запрашивать у брокеров первичную информацию по внутреннему учету. И теперь это будет всегда. Контактные проверки будут сокращаться, потому что большая нужда в контактном надзоре возникает только тогда, когда нужно проверить достоверность данных, полученных в рамках дистанционного надзора. Сейчас контактные проверки связаны преимущественно с темой ПОД/ФТ. С этим брокеры должны смириться, потому что ЦБ совершенно не нацелен на ужесточение требований, но мы нацелены на то, чтобы вы соблюдали законодательство. Штрафы — это тоже тема, связанная в первую очередь с отчетностью. Когда мы в первый раз обработали отчетность и увидели там 460 ошибок, то первый раз вас просто предупредили. На следующий квартал вы уже получили штрафы. Напоминаю, что у нас введена уголовная ответственность за недостоверные данные, а вы получили только штрафы. Надо сказать, это возымело действие. Улучшается процесс внимательного составления отчетности.

Изменения в отчетности для брокеров пока несущественны. Из нового — отчет по ценным бумагам по аналогии с тем, что делают банки. Это очень важно, потому что за этот год наиболее серьезные нарушения мы нашли в области депозитарного учета операций. И сейчас принимаем пакет нормативных актов по улучшению именно депозитарного учета, изменению системы учета с точки зрения контроля за этими операциями. Я думаю, что это тоже окажет положительное влияние.

Хочу обратить внимание, что как только у нас появляется проект нор-

мативного акта, мы его вывешиваем на сайте ЦБ и стараемся обсуждать с отраслью. Но вы не очень-то активны. Приходится стимулировать, чтобы по каким-то конкретным вопросам получить больше мнений со стороны рынка.

Сейчас, например, идет огромный проект по введению единого плана счетов. Идет переход на МСФО. Стандарты бухгалтерского учета по брокерским операциям. Замечания с вашей стороны приходят, но все-таки мы не можем контактировать с каждым сотрудником инвесткомпаний персонально, брокеров еще очень много (*аплодисменты в зале*).

Смотрите сайт, мы готовы принимать замечания по всем нормативным актам. Пообщаться с каждым, как Анатолий Григорьевич предлагает, мы не можем.

Относительно сокращения профучастников: назову цифры. За прошлый год потеряли брокерские лицензии 70 компаний. За этот год уже 63, и половина из них добровольно. Тенденция добровольной сдачи лицензии присутствует. И не надо делать из этого трагедию, потому что доля брокерского бизнеса у компаний, которые расстаются с лицензией, небольшая. Многие компании не совершают никаких операций. Более того, у тех компаний, которые сейчас лишаются лицензии за нарушения, по отчетности все хорошо. Но когда начинаем проверять тему ПОД/ФТ, то [обнаруживаем] колоссальные миллиардные обороты схемных операций, и эти операции совершенно не связаны с брокерской деятельностью.

Надо смотреть на вещи не с точки зрения претензий к регулятору, а может быть, действительно собраться и подумать, что мешает мелким брокерам. Именно по этой причине мы заказали эту работу [Якову Миркину], она только недавно закончена. Мы в ближайшее время обсудим ее в Банке России. После этого, я думаю, ее презентуют на рынке. На основании этих подходов мы плани-

руем строить концепцию и регулирования, и надзора. И я надеюсь, что мы ее будем строить вместе с вами, потому что когда регулятор такой огромный, ему нельзя отрываться от бизнеса.

Мы сейчас будем работать над концепцией регулирования брокериджа, мы должны понять, каким должен быть надзор. И наша задача — разделить его в зависимости от бизнес-модели. Для кого-то будут действовать пруденциальные нормативы, для кого-то — поведенческий надзор. Все зависит от того, какие риски берет на себя компания той или иной бизнес-модели. Будем обсуждать все с рынком.

**Александр Афанасьев.** В заключительном слове я хотел бы поделиться новостями Московской биржи. У нас вводится режим T+ для ОФЗ, то есть облигации начинают торговаться в режиме, сопоставимом с акциями. Вводится аукцион открытия на торгах акциями и на торгах ОФЗ (помним аукциона закрытия). Так что теперь будут два пика ликвидности. Предоставляется возможность заключения сделок с облигациями, номинированными в иностранных валютах, а также расчетов в этих валютах. Мы видим большой спрос на такие инструменты, размещаются эмитенты с бондами, номинированными в долларах, евро и юанях. Расширяется круг акций, которые торгуются с частичным обеспечением. И принято решение о дальнейшем снижении требований к обеспечению в процентах.

Хочу еще раз поблагодарить всех участников конференции и пожелать когда-нибудь провести ее под лозунгом «Под солнцем очевидности». □