

# Индивидуальные счета объединяют

**В МОСКВЕ СОСТОЯЛАСЬ ЕЖЕГОДНАЯ КОНФЕРЕНЦИЯ НАУФОР «РОССИЙСКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК 2015: В ТУМАНЕ НЕИЗВЕСТНОСТИ»**

Продолжаем публикацию материалов конференции (см. ВН, №6, 2015). В рамках 2-й панели — «Регулятивные планы для брокерских и управляющих компаний. Первый опыт надзора ЦБ РФ за некредитными финансовыми организациями, первые выводы» — обсуждались индивидуальные инвестиционные счета как драйвер российского рынка.

**Участники:** Филипп Габуня, директор департамента коллективных инвестиций и доверительного управления ЦБ РФ; Ольга Шишляникова, заместитель директора департамента рынка ценных бумаг и товарного рынка ЦБ РФ; Сергей Данилин, операционный директор по брокерскому бизнесу ООО «БКС»; Василий Илларионов, управляющий директор ЗАО «Сбербанк Управление активами»; Анна Кузнецова, управляющий директор по фондовому рынку ПАО «Московская Биржа»; Павел Прасс, генеральный директор ОАО «Специализированный депозитарий «ИНФИНИТУМ»; Владимир Твардовский, управляющий директор УК «Финам Менеджмент»; Алексей Тимофеев, председатель Правления НАУФОР; Николай Швайковский, руководитель направления по взаимодействию с государственными органами УК «Альфа-Капитал».

**Алексей Тимофеев.** Одна из задач НАУФОР — объединить брокерское сообщество и сообщество

управляющих компаний и устранить искусственные исторические границы между двумя индустриями, которые препятствует развитию фондового рынка.

Что точно объединит наши индустрии в ближайшее время, так это индивидуальные инвестиционные счета. Это является предметом вдохновения для той и другой индустрии, хорошей возможностью для развития обеих. И кроме того, позволяет преодолеть искусственные противоречия и сделать этот инструмент — ИИС — более доступным.

Мы ведем консультации с Министерством финансов о следующем пакете налоговых изменений, которые, на наш взгляд, могли бы усилить эффект, создаваемый налоговыми льготами по ИИС, о чем уже говорил здесь Алексей Моисеев.

Первое, о чем идет речь, — это увеличение первоначального взноса на индивидуальные инвестиционные счета. Обсуждаемая цифра — один миллион рублей. Дальнейшие взносы не меняются (не больше 400 тысяч ежегодно).



Вторая инициатива, которую мы всерьез обсуждаем, тоже связана с индивидуальными инвестиционными счетами — речь идет о приравнивании налогообложения облигаций к правилам налогообложения депозитов. Это означает, что купоны, получаемые по облигациям, размещенным на индивидуальных инвестиционных счетах, будут облагаться налогом только при доходности ставка рефинансирования плюс 5%.

Но это, скорее всего, будет касаться не всех облигаций. Минфин попросил нас сформулировать эту инициативу только для облигаций, которые отвечают нескольким условиям: обращаются на организованном рынке; по которым дано поручительство, причем ценные бумаги

поручителя обращаются на организованном рынке; у эмитента облигаций (или поручителя) есть рейтинг, который является условием включения в высший котировальный список. Если на индивидуальные инвестиционные счета будут покупаться такие облигации, то они смогут рассчитывать на более выгодные правила налогообложения.

И наконец, инициатива сократить срок владения ценными бумагами для получения налоговой льготы. Сейчас это трехлетний срок. Если вы через ИИС владеете ценными бумагами, допущенными на организованный рынок, и инвестиционными паями, то можете рассчитывать (с определенным ограничением в абсолютных величинах) на

освобождение от налогообложения через три года владения. НАУФОР обратился в Минфин с предложением сократить этот срок для облигаций, потому что реально на рынке нет сейчас трехлетних облигаций. Минфин нам предложил сделать это изменение общим для всех ценных бумаг, о которых в этой льготе идет речь. Стало быть, изменение также распространится на инвестиционные паи инвестиционных фондов.

Сейчас обсуждение находится на стадии консультаций.

Мы можем рассчитывать на поддержку, но я думаю, что Алексей Моисеев не был вправе говорить об этом более определенно, чем он высказался. Следите за процессом, он обнадеживает.



Некоторые из этих изменений могут быть приняты и вступят в силу уже в этом году, и воспользоваться ими можно будет уже в следующем.

**Анна Кузнецова.** Добрый день, уважаемые участники. Мне кажется, что если не каждый первый, то каждый второй спикер говорил про индивидуальные инвестиционные счета. Я постараюсь сказать то новое, что еще не прозвучало в первой части.

Сегодня говорили, что продукт несовершенен, что нет системы страхования ИИС, что инвестиционные счета можно сравнить с депозитами не в полном объеме — или вообще нельзя сравнить. Мне кажется, что, несмотря на все это, продукт правильный. Этот продукт если не взлетел, то уже пошел. И мне кажется неправильным сравнивать инвестиции в ценные бумаги с депозитами непосредственно. Это разные инструменты, которые дают разные возможности.

Как вы знаете, Московская биржа потратила достаточно много своего ресурса, чтобы с января быть готовой к появлению этого нового продукта. Фактически всю вторую половину [прошлого] года на постоянной основе совместно с НАУФОР действовала рабочая группа, где мы пытались разобраться в деталях того, как этот продукт будет работать. В конце первого квартала этого года у биржи появился согласованный с рабочей группой логотип, и в начале апреля стартовала маркетинговая рекламная кампания. Конечно же, несмотря ни на что, в конце года мы ждем дальнейшего развития ИИС. И я думаю, это будет далеко не последний год, когда мы будем думать над тем, как этот продукт улучшить. Но предлагаю перейти к самому интересному.

На сегодняшний день у нас зарегистрированы 24 с лишним тысячи индивидуальных инвестиционных счетов. Брокеры чуть более активны, чем банки. Примерно 60% ИИС клиенты открывают у брокеров, хотя, казалось бы, у банков огромная розничная база.

Также хотелось бы отметить структуру тех инструментов, в которые инвестируют владельцы ИИС. Практически 70% — это акции, 21% — облигации. Наверно, этим можно лишь подтвердить вывод спикеров первой панели о том, что большая часть инвесторов — это уже существующие инвесторы, а не новые.

Мы недавно получили статистику итогов за этот промежуток времени с учетом того, что первые две недели мая фактически выпали как неактивный сезон. Баннеры были показаны 11 миллионов раз, они просто наводнили интернет-пространство. За этот период наш сайт [investaccount.ru](http://investaccount.ru) посетили 85 тысяч уникальных пользователей, среднее посещение — около 2 тысяч клиентов. Заходят на сайт из совершенно разных источников. Лидирует Youtube. Открою еще одну маленькую тайну: примерно 85% клиентов заходят на сайт впервые и примерно 15% из них возвращаются повторно.

Если конкретная инвестиционная компания принимала участие в финансировании сайта, то клиента, зашедшего на ресурс [investaccount.ru](http://investaccount.ru), посылают на сайт этой компании. Соответственно, время нахождения клиента на сайте брокера (если он туда дошел) — от 4 до 4,5 минут; на сайте Московской биржи клиенты задерживаются примерно на 3,5 минуты. Количество счетов, которые мы стали открывать в апреле-мае (нельзя сказать, что это связано только напрямую с рекламной кампанией) увеличилось примерно на 40% по сравнению с январем и февралем. Московская биржа не видит, что происходит под управляющими компаниями, фактически сейчас говорим только о брокерах. Конечно, мне бы хотелось, чтобы за несколько месяцев был сгенерирован миллион клиентов, как в Китае. Сегодня это не так, но мне кажется, что цифры позитивные.

**Алексей Тимофеев.** Должен сказать, что количество индивидуальных инвестиционных счетов больше, чем то, что видит Московская биржа. Есть те, кто избрал

инвестиционной стратегией помещение средств в депозиты, есть управляющие, есть структурные продукты, — все это не касается операций на Московской бирже. Вряд ли этих счетов намного больше по сравнению с тем числом, которое видит Московская биржа, но все же их больше.

Год от года, я думаю, динамика открытия этих счетов будет расти. В следующем году первые из тех, кто открыл счета в этом, получают средства из бюджета. Я думаю, это будет очень важным психологическим моментом для принятия решения многими другими. Думаю, что по прошествии некоторого времени мы будем видеть новых для рынка индивидуальных инвесторов. Вот для них и задумана наша новая инициатива — страхование инвестиций на фондовом рынке.

На первом этапе эта инициатива должна быть адресована только владельцам индивидуальных инвестиционных счетов.

Сами ИИС существенным образом меняют брокерскую бизнес-модель. Брокерам придется иметь дело с новым клиентом — консервативным, менее толерантным к рискам. Этот клиент будет очень опасливо относиться к праву брокера распоряжаться его средствами. Брокеры, с одной стороны, могут не получить того, на что они рассчитывают, аккумулируя средства на ИИС, а с другой стороны, граждане могут быть лишены той возможности, которая у них была бы, если бы они пользовались всеми услугами брокеров. Для того чтобы избавить их от этого страха ограничений распоряжения средствами на ИИС, нужна система страхования. Года через три мы ожидаем неприятностей: потому что нет никакого способа избежать исчезновения средств клиентов. Исчезновение происходит и в банковской сфере, и в страховой.

В этих обстоятельствах наиболее реалистичным способом защиты интересов инвесторов является механизм страхова-

ния, действующий в настоящее время на банковском рынке.

**Ольга Шишляникова.** Начнем со страхования денежных средств и ценных бумаг как инвестиций на фондовом рынке. Вопрос давно назрел и требует своего решения.

Мы рассмотрели проект соответствующего закона, который поступил в Банк России. В целом поддерживаем закон, но думаем, что он содержит в себе очень много проблемных мест.

Одна из самых больших проблем закона — то, что на сегодняшний день он финансово не просчитываем. Нельзя с большой долей вероятности просчитать объем инвестиций на соответствующих счетах, и отсюда — просчитать, каков же должен быть размер взноса, чтобы он обеспечил деятельность фонда по защите инвестиций более чем на одно банкротство одного профучастника. К сожалению, в материалах, которые пришли из НАУФОР, мы не увидели такого финансового обоснования.

Второй момент, который нам кажется существенным, — это то, что в законопроекте заложен определенный конфликт интересов. Если при страховании банковских вкладов решение о размере взноса принимается советом директоров Агентства по страхованию вкладов, и при этом совет директоров состоит из представителей правительства, Банка России, генерального директора агентства, то в законопроекте [о страховании инвестиций] предлагается несколько другая конструкция совета, который будет строиться даже не на паритетных началах. Там будет приблизительно такое соотношение: четыре представителя от государственных органов и семь представителей от рынка, куда входят как профессиональные участники, так и представители саморегулируемой организации. Поскольку данный законопроект предполагает возможность получения денег из бюджета, то такой подход, на наш взгляд, может быть не очень работоспособным. Практика применения закона в части кредитных организаций показывает, что





профучастники всегда будут стремиться к снижению размера денежных средств, которые они должны вносить в фонд. В то время как фонд (в данном случае АСВ) будет стремиться учесть все риски и обеспечить свое существование в длительной перспективе, чтобы погасить возможные убытки не только в течение определенного периода, но и в дальнейшем. Такой конфликт интересов может привести к трудностям при принятии решений о необходимом, разумном, достаточном размере взноса. Это тоже может стать препятствием при согласовании проекта.

Третий существенный вопрос, который требует доработки, — это то, что законопроект идет по тому же пути, что и закон о страховании вкладов (но там предусматривалась защита только по денежным средствам). Этот закон предусматривает защиту по ценным бумагам, которые хранятся на депозитных счетах. Соответственно, некоторые механизмы пересчета, определения убытков, перехода прав требований по ценным бумагам требуют отражения этих особенностей в законопроекте.

В целом законопроект идет в том же направлении, что и закон о защите прав вкладчиков. Мы надеемся, что найдем общий язык при обсуждении этого законопроекта и думаем, что он послужит развитию финансового рынка в целом.

Если же говорить о планах регулирования брокерской деятельности и деятельности доверительного управления, то я думаю, что никому не открою секрета. Мы в последнее время всю информацию активно раскрываем на сайте. Более того, активно ее обсуждаем. Сейчас в высокой степени готовности находится ряд документов, которые мы уже неоднократно обсуждали с рынком. Это, скажем, новое положение о доверительном управлении, где Центральный банк практически полностью отказался от установления требований в части активов, в которые может инвестировать доверительный управляющий. Мы согласовали значительно упрощенный

порядок отчетности и предоставления информации клиентам, чтобы не перегружать и клиентов, и доверительного управляющего ненужными бумагами, и предоставили им возможность устанавливать это на уровне договора.

Мы сделали практически все, но ввели инвестпрофиль. При такой свободе, которую мы сейчас предоставляем, значительная доля ответственности за принятие решений перекладывается с плеч регулятора на плечи самих доверительных управляющих. Но решения судов, которые появились в последнее время (в частности, по делу «Юниаструм банка»), на мой взгляд, должны сильно насторожить участников рынка. В апреле [по делу «Юниаструм банка»] девятым апелляционным судом было принято решение, которое затрагивает много интересных вопросов. В частности, речь идет о том, как именно доверительный управляющий должен обособлять имущество, что является надлежащим обособлением имущества. Речь идет и об отчетности, которую должен предоставлять доверительный управляющий. Очень интересная трактовка предусматривается в части ответственности доверительного управляющего за действия, которые он совершает. А это изменение правоприменительной практики, существовавшей до сегодняшнего дня.

Мы надеемся, что участники рынка, доверительные управляющие в содружестве рассмотрят эти вопросы и примут решения на уровне стандартов саморегулируемых организаций.

Следующим нормативным актом, который также давно готовится, является положение о лицензионных требованиях. Замысливался этот проект с целью решить одну-единственную проблему — определить порядок действий при прекращении деятельности профессионального участника рынка ценных бумаг в случае аннулирования лицензии. Когда проект положения появился на сайте ЦБ, выяснилось, что у участников рынка накопилось такое большое количество

претензий к самим лицензионным требованиям, что мы вынуждены были практически переписывать это положение, пересматривая уже не только процедуру аннулирования лицензий, но и общие лицензионные требования, прописанные в документе ФСФР России от 2010 года.

Здесь есть два направления, которые стоит отметить. Первое. Мы пошли по пути исключения ранее существовавших лицензионных требований, которые, на наш взгляд, либо устарели, либо не имеют актуального значения. В частности, пересмотрели требование к наличию отдельных структурных подразделений, которые были камнем преткновения. Мы сказали, что структурное подразделение может быть любым (как самостоятельным, так и несамостоятельным), но в этом случае нужно обеспечить урегулирование конфликта интересов, а также защиту прав и интересов клиентов, которые обслуживаются в этом подразделении. Также мы убрали требование об обязательном наличии совета директоров компаний, которые оказывают услуги неквалифицированным инвесторам. Практика показала, что это не предоставляет дополнительной защиты для неквалифицированных инвесторов.

Другой блок поправок связан с отдельными видами деятельности. Здесь мы пытаемся урегулировать новую сущность — клиентского брокера. И поскольку ни ЦБ, ни участникам рынка до конца не было понятно, как он должен функционировать, мы пришли к выводу о том, что должна быть отдельная лицензия на осуществление брокерской деятельности с определенными ограничениями. Поскольку деятельность клиентского брокера лишена основной части тех рисков, которые несет собственно брокер, то мы исключили ряд лицензионных требований, которые предъявляются для брокерской деятельности. В частности, внутренний учет в такой организации может осуществляться не самим клиентским брокером, а на аутсорсинге прайм-брокером.

Вторым большим блоком изменений по отдельным видам деятельности стали регистраторы, где главным камнем преткновения стало требование наличия филиалов и представительств в регионах. Мы перешли к модели альтернативного лицензионного требования — либо соблюдение этого требования, либо обеспечение электронного взаимодействия с участниками. Сейчас заканчиваем работу над актом, надеемся в ближайшее время утвердить его и отправить в Минюст.

Следующий блок документов, который либо уже находится на регистрации в Минюсте, либо в ближайшее время будет туда направлен, связан с депозитарной деятельностью. Здесь мы решали целый ряд проблем. Это и фиктивные выписки, которые выдавались отдельными депозитариями, и длинные цепочки владения, которые зачастую не позволяют своевременно провести корпоративные события, либо выпадение одного из звеньев этой цепочки не позволяло решить проблему с определением собственника тех или иных ценных бумаг. Для решения всех этих проблем был разработан целый ряд нормативных актов. В частности, мы утвердили и отправили в Минюст акт по сверке, который предусматривает понятие операционного дня и вводит обязанности выдачи выписок для подтверждения собственности для расчета капиталов исключительно только по концу операционного дня, что не позволит выдавать несколько выписок на одни и те же ценные бумаги.

Мы пересмотрели приказ ФСФР России №12-78 о порядке ведения депозитарных счетов и ввели деление учета на активные и пассивные счета, что позволит лучшим способом надзирать за соотношением бумаг, учитываемых непосредственно депозитарием и депозитарием вышестоящего уровня.

Кроме того, в стадии горячего обсуждения находится положение об общих требованиях к депозитарной деятельности. Надеюсь, что мы достигли компро-

мисса по поводу того, какие учетные документы должны быть у депозитариев.

Самым большим камнем преткновения стало требование к техническим средствам депозитариев, к наличию основного и резервного комплекса. Скорее всего, ЦБ пересмотрит свои подходы в этом вопросе и придет к тому, что будет предъявлять требования не столько к техническим средствам, сколько к непрерывности деятельности депозитариев.

Остался один проблемный вопрос — исчезновение депозитариев. К Центральному банку периодически обращаются депоненты с просьбой подтвердить права собственности на бумаги, которые хранились в таких депозитариях. Здесь решения могут быть разными. В качестве одного из них мы предложили ввести ежедневную отчетность. Депозитарии, естественно, этому не обрадовались. Пока этот вопрос не обрадовались. Пока этот вопрос паритет. Возможно и другое решение проблемы, но оно уже может идти только через закон. Это введение (в качестве обязательного или добровольного) предоставления центральным депозитарием информации о владельце бумаг, если они депонированы в ЦД. Но это далекие планы.

Последний пункт — решения, касающиеся требований к средствам квалифицированных инвесторов. Вопрос тоже долго обсуждали, в результате понизили требования с 15 миллионов рублей до 6. Надеемся, что после регистрации Минюстом поправки в Закон о рынке ценных бумаг, которые вступили в силу в начале прошлого года, заработают в полном объеме.

В планах на будущее — порядок расчета собственных средств, их пересмотр, введение нормативов. По всем этим вопросам будем обсуждать концептуальные подходы с участниками рынка — и только потом переходить к разработке нормативных актов. Практика принятия нормативных актов показала, что между



согласованием и визированием документы претерпевают достаточно сильные изменения.

**Филипп Габуня.** Добрый день, уважаемые коллеги!

В части коллективного ДУ мы придерживаемся того же тренда, что и в части индивидуального — уход от избыточного регулирования этой сферы. Мы предполагаем, что регулятор не в состоянии всегда знать наперед, что может происходить на рынке. Те ограничения, которые сейчас введены, возможно, частично снижают какие-то риски. Но при этом делают отрасль сильно неконкурентоспособной.

Центральный банк частично либерализовал трактовку относительно расходов доверительного управляющего на управление имуществом. Мы практически закончили разработку нового подхода к стоимости чистых активов, что тоже серьезно снимает зарегулированность. Вместе с тем эти новшества накладывают дополнительную ответственность на управляющего.

В ближайших планах — изменение нормативного акта, устанавливающего состав и структуру активов. Сейчас регулятор диктует УК, какие именно типы паевых инвестиционных фондов они могут создавать, и фонды иного типа делать нельзя. На наш взгляд, это необоснованно сужает возможности управляющих компаний. Однако мы полагаем, что все-таки это регулирование родилось не на пустом месте, оно выросло из борьбы с финансовыми пирамидами, с различного рода мошенничеством. Торопиться и открывать все ворота сразу будет неправильно. В этой связи мы постараемся максимально либерализовать возможности по формированию продуктов для квалифицированных инвесторов, в то же время сохранив достаточно консервативное регулирование по отношению к неквалифицированным инвесторам. Вместе с тем будут введены изменения, убирающие излишние барьеры. В частности,

невозможность формировать ПИФ, полностью номинированный в иностранной валюте. Этот запрет, на наш взгляд, никакой дополнительной защиты не дает, но вводит серьезные ограничения на предложение инструментов, номинированных в валюте.

Мы уже начали писать этот акт и в ближайшее время приступим к широкой дискуссии относительно его концепции. **Алексей Тимофеев.** Я хотел бы сказать, что новый подход Центрального банка к регулированию оставляет большое место для саморегулирования. Поэтому те из вас, кто беспокоится, что обозначенные проблемы не будут урегулированы вовсе, могут обращаться в СРО.

Другое дело, что методы и приемы регулирования саморегулируемых организаций несколько иные, чем те, которыми пользуются государственные органы. Наши принципы предполагают больше методов абстрактного, гибкого регулирования, в большей степени опирающегося на оценочные суждения, на правоприменение, которое способно справиться с задачей мотивированного суждения.

Тем не менее идет движение в правильном направлении. Я согласен с Филиппом и Ольгой (с тем, что она говорила о депозитарной деятельности). Регулирование будет более лаконичным. НАУФОР намерена закончить работу над стандартами депозитарной деятельности до конца года, потому что мы давно занимаемся этой работой. Мы ждем выхода нормативного акта Центрального банка, чтобы определить, где именно пройдет граница регулирования Центрального банка и начинается саморегулирование.

Уважаемые коллеги, кто из вас готов задать вопросы?

**Владимир Твардовский.** У меня не вопросы, а несколько тезисов. По ИИС однозначно требуется увеличение суммы инвестирования и сокращение сроков начала освобождения от налогообложения. Была высказана мысль, что есть некие трудности введения системы

страхования ИИС. Мне кажется, таких трудностей быть не должно, во всем мире это давным-давно действует, на нашем рынке это тоже должно появиться. ИИС — вещь новая, и сделать это сейчас достаточно легко.

Что касается суммы, которую брокеры должны отчислять [в систему страхования], то мне кажется, она не должна быть слишком большой даже по отношению к нормам отчисления банков. Если вы посмотрите на историю развития нашего рынка, то обнаружите интересную вещь — брокеров, которые реально обанкротились из-за неправильного экономического поведения, можно пересчитать по пальцам одной руки по сравнению с количеством разорившихся по некомпетентности банков. Я не имею в виду тех брокеров, у которых отняли лицензию за нарушение ПОД/ФТ: очевидно, что они не нанесли никакого ущерба своим клиентам. И я не имею в виду тех брокеров, которые ежегодно сдают свои лицензии, потому что в принципе не могут работать на этом поле.

С моей точки зрения, система страхования ИИС — это, скорее, маркетинговое решение для рынка, а не средство его защиты. И нужно подходить к этому, по крайней мере сейчас, именно с этой точки зрения. И это [систему страхования] обязательно нужно делать.

Далее.

Меня очень сильно пугает и настораживает существующий в настоящее время тренд — появления новых нормативных актов и увеличения регуляторной нагрузки на брокеров. Как мы только что услышали, регулятор хотел бы теперь, чтобы еще и депозитарии ежедневно отчитывались обо всем происходящем. Однако много ли было нарушений законодательства за последнее время? Излишняя регулятивная нагрузка ложится по большей части на добросовестных участников. И мне кажется, ее можно заменить какими-то дополнительными стандар-

тами саморегулируемых организаций на ведение депозитарной деятельности.

Замечательно, что принимаются новые правила ДУ. Жаль, что они не принимаются эволюционно. Будет хорошо, когда они будут приняты, но когда это случится? Есть ли какие-нибудь прогнозы?

**Ольга Шишлянникова.** Я ожидаю, что документ будет утвержден в Минюсте в августе-сентябре.

**Владимир Твардовский.** Отлично! Это дает надежду на то, что мы можем пройти аналогичный путь и по индустрии коллективных инвестиций.

Сейчас, с моей точки зрения, индустрия коллективных инвестиций находится в полукوماتозном состоянии.

На рынок сейчас постоянно приходят новые торговцы. При этом наш рынок един, он связан, в том числе, и с рынками западных стран. Когда новые люди начинают понимать законы этого рынка и научаются зарабатывать, они вместо того чтобы получать аттестаты, набирают себе клиентуру и организуют фонды, чтобы торговать на Кайманах, Бермудах, в Люксембурге. Не потому, что там все разрешено. Там просто инфраструктура отстроена так, что управляющей компании очень легко работать, а инвестор достаточно защищен.

**Алексей Тимофеев.** Когда ты сказал, что надеешься, что мы пройдем такой же путь, то имел в виду, что желательно пройти его медленнее?

**Владимир Твардовский.** Я хочу, чтобы мы прошли его немножечко быстрее.

**Алексей Тимофеев.** Потому что реально процесс идет очень долго. Я давно уже жду положения о доверительном управлении.

**Владимир Твардовский.** Я надеюсь на то, что нам все-таки удастся это сделать немножко быстрее. Существующее положение о составе и структуре активов фондов сильно устарело и нуждается в модификации. Приказ ФСФР России от 28 декабря 2010 года, может быть, не



нужно переписывать, но то, что многие вещи там нужно сильно либерализовать, совершенно очевидно. Он не дает индустрии коллективных и паевых фондов развиваться, предлагать инвесторам конкурентное решение. Это касается и фондов денежного рынка, и фондов товарного рынка, и самое главное, хедж-фондов.

Хедж-фонды — это тот самый локомотив, который может вытянуть всю нынешнюю индустрию коллективного инвестирования и показать, как можно зарабатывать деньги на этом рынке.

Я совершенно не согласен с теми моими коллегами, которые говорили, что нам сильно мешают санкции, что невозможно жить в условиях высоких ставок. Коллеги, все это справедливо для реального сектора экономики! Для финансового сектора это, наоборот, здорово. Это здорово и для банков, это здорово и для buy side. Я давно работаю на рынке и отлично знаю, что доходность управляющего, доходность спекулянта, доходность многих прямо пропорциональна текущей ставке и пропорциональна квадрату волатильности. Есть волатильность — отлично! Волатильность в два раза выросла — я в четыре раза больше заработал. Ставки в два раза выросли — я в два раза больше заработал. Поэтому даже в существующих условиях связи и открытость нашего рынка позволяют очень хорошо зарабатывать. Но кое-что этому, конечно, мешает.

Спасибо.

**Алексей Тимофеев.** Состав и структура активов — это действительно важно. Мне кажется, это ключевой вопрос, требующий решения на подзаконном нормативном уровне.

Филипп, мне очень нравится этот подход, и он даже смелее, чем предложенный первоначально.

Правильно ли я понимаю, что для квалифицированных инвесторов вообще не будет никаких требований по категоризации фондов, а для неква-

лифицированных они будут гораздо мягче, без конкретных ограничений по активам?

**Филипп Габуня.** На мой взгляд, акт как раз требует переписывания, но переписать его не получится в силу того, что многие вещи следуют из закона напрямую. Мы планируем выделить некий тип фондов, в которые, условно говоря, можно будет положить почти любые активы. Рабочее название — дифференцированный фонд.

В части квалифицированных инвесторов — да, план ровно такой. При этом я обращаю внимание на то, что Центральный банк не может разбираться во всех сферах инвестиций. Если мы говорим, что можно инвестировать во все что угодно, — например, в современное искусство какой-нибудь экзотической страны, — то мы не будем нанимать специалистов, разбирающихся в искусстве этой страны. Собственно, почему мы и опираем на квалифицированных. Если квалифицированный инвестор уверен, что конкретный объект инвестирования может принести ему какую-то пользу, если он знает квалифицированного управляющего, который умеет с этим объектом работать, внимательно прочитал правила управления, — вопрос исчерпан, это персональный риск инвестора. На то он и квалифицированный, что доверяет квалифицированному управляющему вкладывать в экзотический объект инвестирования.

Таких аналогий для неквалифицированных инвесторов мы позволить себе не можем. В то же время мы считаем, что есть ряд избыточных нюансов регулирования в отношении неквалифицированных инвесторов, которые абсолютно не нужны. Это не добавляет защиты неквалифицированным инвесторам и создает проблемы для управляющих, в том числе, когда для того чтобы действовать в интересах доверителя, им приходится соблюдать нормативы, установленные устаревшими актами.

Что касается скорости принятия документов, то есть большое искушение принимать все очень быстро. Но я понимаю, что на бумаге можно нарисовать хоть сферического коня в вакууме и затем его утвердить, — но это не будет работать. Для нас очень важно, чтобы индустрия сама это воспринимала. Это совместный проект, и мы готовы идти по его подготовке с максимально возможной скоростью.

**Алексей Тимофеев.** Антон Рахманов говорил, что для управляющих жизненно важна возможность покупать в рамках инвестирования через индивидуальные инвестсчета паи собственных ПИФов. **Василий Илларионов.** Хотелось бы рассказать о тех проблемах, с которыми мы столкнулись, решив заняться ИИС. В основном это связано с тем, что, конечно, для доверительных управляющих объем 400 тысяч рублей — это крайне мало. Сформировать портфель бумаг для такого объема и управлять им очень сложно. В связи с этим мы пошли по пути сотрудничества с другой управляющей компанией и создания на ее базе ПИФов, которые будут управляться по нашим консультациям, а мы будем их покупать на счета ДУ ИИС. Таким образом мы достаем до правого уха через левое плечо.

Сегодня на рынке ИИС фактически доминируют брокеры, а управляющих почти не привлекают. Именно по причине того, что у управляющих нет таких маленьких клиентов на индивидуальных счетах ДУ. Брокеры же конвертируют в держателей счетов ИИС своих существующих клиентов. Я считаю, что эта конвертация очень важна, потому что она создает проекту определенный вес, и есть конкретные результаты, с которыми Алексей уже может «выбивать» в Минфине первоначальный взнос не 400 тысяч, а, например, миллион рублей.

И чтобы у НАУФОР было больше возможностей для дискуссий с Минфином, у меня есть предложение: не нужно ли прибавить рынку еще 45

тысяч ИИС? Например, от нас. Если нужно, то мы бы хотели иметь не просто возможность покупать собственные паи в ДУ. Идея в том, чтобы при открытии пайщиком счета в реестре этому счету можно было присвоить статус индивидуального инвестиционного счета с соответствующими налоговыми преференциями. Вот тогда мы сможем перевести 46 тысяч пайщиков наших ПИФов в статус владельцев ИИС. Это будет просто для нас, выгодно для них и позитивно для развития данной индустрии. В статью Налогового кодекса надо просто добавить предложение, что ИИС могут быть не только у брокеров и доверительных управляющих, но и в реестре паевого инвестиционного фонда.

**Сергей Данилин.** Согласен с тем, что объем в 400 тысяч рублей, который в данный момент зафиксирован для ИИС, конечно, большинству крупных клиентов просто не интересен. Например, крупный клиент приходит и говорит, что ему хотелось бы купить еврооблигации, а это минимум 100 тысяч евро, чтобы нормально раскрутиться и нормально торговать. Тенденция к тому, чтобы увеличить этот размер [инвестиций в ИИС], конечно, существенна.

С точки зрения практики по ИИС, которую мы наблюдаем как брокер, мы видим несомненную динамику покупки счетов. Из этого объема 25% — Москва, все остальное — региональная зона. Поэтому те брокеры, которые используют разветвленную сеть филиалов, обеспечивают максимальное выполнение плана по ИИС. И естественно, мы ожидаем прироста в связи с тем, что налоговое правило работает в следующем году.

Теперь в отношении действий нашего мегарегулятора. Как член нескольких комитетов НАУФОР я время от времени знакомлюсь с новыми регулятивными документами — и могу отметить следующую тенденцию. Несомненно, профессиональным участникам во многом предоставляется сейчас полная свобода,

но при этом увеличивается репортирующая нагрузка.

Если крупные депозитарии будут передавать данные регулятору на ежедневной основе, то что, собственно, останется делать Центральному депозитарию. Возможно, целесообразно было бы провести какую-то квалификационную процедуру депозитариев, нечто вроде рейтингования (по активам, по объемам операций), что определенным образом будет гарантировать невозможность так называемого исчезновения этого депозитария.

Здесь поднимали еще одну тему: о квалифицированных инвесторах.

Российское физическое лицо, желающее работать с западными ценными бумагами, должно соответствовать определенного рода параметрам (Положение о порядке квалификации лиц в качестве квалифицированных инвесторов). Это очень похоже на то, что предлагает CySEC, FSA. Единственное отличие заключается в том, что при помощи списка бумаг мы регулируем доступ этих людей к рынку. В результате мы получаем на данный момент следующую картину. Физическое лицо, которое хочет приобрести еврооблигации через российского брокера, вынуждено стать квалифицированным инвестором. Если это же самое физическое лицо придет к брокеру где-нибудь на Кипре, и у этого брокера есть доступ к российскому рынку, то клиенту для приобретения еврооблигаций не потребуются никакой квалификации. То есть мы постоянно говорим о том, что необходимо деофшоризировать наш бизнес, а параллельно выталкиваем нашего инвестора с отечественного рынка. Поэтому есть предложение пересмотреть подход, по крайней мере пересмотреть список акций и облигаций, указанных в этом положении.

Ну и, может быть, целесообразно, вместо того чтобы огульно запрещать работу с западными акциями и облигациями, использовать международный опыт по определению риск-профиля клиента.

**Алексей Тимофеев.** Первые элементы реформы мы видим уже в положении о до-





верительном управлении, где к квалифицированным и неквалифицированным инвесторам сформулировано правильное отношение. При определении инвестиционного профиля толерантность клиента к риску или выясняется, или не выясняется, в зависимости от статуса. Если ты квалифицированный инвестор, то выясняют только твои инвестиционные цели. И предполагается, что ты отдаешь себе отчет в тех рисках, которые ассоциируются со стратегией, которая соответствует этим целям. Если ты неквалифицированный инвестор, разговор продолжается: выясняются доходы, имущественное положение, количество иждивенцев, наличие ипотеки и так далее, чтобы предложить что-то из того, о чем клиент мечтал,

формулируя свои инвестиционные цели. Но действительно запретительный характер статуса, который есть и который, к сожалению, отличает Россию от прочих юрисдикций, нужно поправлять в законе. **Сергей Данилин.** Возможно, дело даже не в законе. Квалифицированный инвестор по российскому законодательству и по кипрскому не сильно отличаются, но надо как-то пересматривать подход в применении.

**Владимир Твардовский.** Хочу поддержать коллегу. Действительно до какого-то момента никаких квалиинвесторов не было, и российский рынок нормально развивался. Потом появились квалификационные разделения, якобы для защиты каких-то «бабушек». Сколько бабушек

защитила эта регуляция? Я подозреваю, что никого она ни от чего не уберегла. Те, кто хотел делать определенные операции, с легкостью ее обходили. И правоприменение, и сама эта функция нуждаются в переосмыслении нашим рынком. Было бы комфортнее для всего рынка, если бы мы заменили институт квалиинвесторов обязательным введением инвестиционного профиля для всех клиентов.

Меня тоже очень сильно смущает, что квалификация производится в отношении конкретных инструментов. Вместо того чтобы ограждать наш собственный рынок от влияния «хищников-империалистов» (что делает, например, Китай), мы, наоборот, пытаемся вытолкнуть нашего же инвестора с нашего же рынка.

Далее. Во многих законах и подзаконных актах содержится запрет рекламирования для неквалифицированных инвесторов продуктов и инструментов, предназначенных квалифицированным инвесторам. С моей точки зрения, это категорически неправильно. Рекламировать можно. Мерседес S-класса не для всех, но его тем не менее рекламируют. Этот запрет мешает профучастникам создавать продукты для квалиинвесторов. Мы не знаем, как будем их продавать, как будем рекламировать и продвигать для квалифицированных инвесторов.

**Николай Швайковский.** Добрый день, коллеги. Поддерживаем и приветствуем инициативы Банка России. Особенно отродно было слышать о том, что регулятор снимет ограничения на долю иностранных ценных бумаг в структуре активов. А также в части положения о расчете стоимости чистых активов. Мы уже полтора года отстаиваем идею возможности расчета СЧА в иных валютах. Единственное, хотелось бы обратить внимание, что там до сих пор остается особенность расчета налоговой базы, связанная с пересчетом курсовых разниц в рамках приобретения любого актива, выраженного в иностранной валюте. Это то, чего нет в депозитах. Это вносит элемент неопределенности при инвестициях. Это Налоговый кодекс, и это не связано с деятельностью Банка России, но хотелось бы обратить внимание.

Также поддерживаю тему о том, что паи ПИФов сейчас фактически вне формата индивидуальных инвестсчетов. Это следовало бы корректировать.

Также в рамках инвестиционных налоговых вычетов есть частный случай, который до сих пор для нас является вопросом: как трактовать обмен паев с точки зрения инвестиционного налогового вычета. Срок владения при обмене паев обнуляется или продолжается? Что говорить клиенту, мы сейчас однозначно не знаем.

**Алексей Тимофеев.** Предвосхищая события, скажу, что в планах ЦБ есть

принятие закона о финансовых консультантах до конца года, хотя я не знаю, насколько они реалистичны. Дело в том, что поправки, связанные с концепцией квалифицированных инвесторов, пакетировались с другими поправками — либо поправками в статью 5 Закона о рынке ценных бумаг «Доверительное управление ценными бумагами», либо с новым законом о финансовых консультантах. Логично, чтобы там также появилось понятие инвестиционного профиля, которое сейчас появится на подзаконном уровне.

Что касается упомянутой Николаем темы о передаче функций налогового агента от управляющей компании брокеру, если заявка на погашение инвестиционного пая подается через брокера, то этот законопроект внесен. Существует поддержка этого проекта со стороны Министерства финансов, мы ждем благожелательного отзыва от них на этот счет. После этого будем решать, как дальше поступить. В любом случае НАУФОР рассчитывает, что эта поправка будет принята до конца года. Стало быть, если инвестиционный пай будет погашаться по заявке брокера, функции налогового агента будут переданы от управляющей компании этому брокеру. Это открывает возможность открытия индивидуальных инвестиционных счетов в пределах разрешенной суммы, независимо от того, будет ли это ИИС брокерский или управляющего.

Та идея, о которой говорил Василий, более смелая и дерзкая. Как я понимаю, она заключается в том, чтобы признать в качестве ИИС уже накопленные много более чем 400 тысяч рублей счета.

**Василий Илларионов.** Нет, не односторонне признать, а позволить пайщикам получить такую опцию. Это то, что сейчас делают брокеры: по заявлениям клиентов они конвертируют существующие мелкие брокерские счета в ИИС. То же самое можно сделать с пайщиками и сделать ИИС драйвером развития рынка





ПИФов. Потому что больше пока драйверов не видно.

**Алексей Тимофеев.** Непонятно, как это будет работать. Вычет заключается в том, что клиент получает из бюджета возврат на каждую новую сумму инвестиций. Если речь пойдет о том, чтобы претендовать на возврат 13% со всей суммы брокерского счета, который был конвертирован в ИИС, то думаю, что Минфин посмотрит на нас озабоченно.

**Василий Илларионов.** Нет, не со всей суммы. Естественно, в пределах, установленных для ИИС.

**Алексей Тимофеев.** Тогда у этого предложения есть перспективы. Я с большим удовольствием готов это обсудить.

**Павел Прасс.** Я хотел затронуть два момента. Один касается депозитарной деятельности. И вот название «В тумане неизвестности». Ольга Юрьевна озвучила инициативы, которые реализованы в проектах нормативных актов. Мы как депозитарий участвуем в обсуждении. Мне кажется, степень туманности и неизвестности можно было бы еще больше рассеять и сделать процесс обсуждения нормативных актов еще более эффективным, если сформулировать хоть в каком-то виде концепцию развития учетной системы, чтобы показать, какой хочет видеть регулятор учетную систему в перспективе. Я бы даже не боялся употреблять и количественные оценки. Ясность лучше, чем ее отсутствие. Мне кажется, это туман рассеивало бы. Всегда сложнее реагировать на отдельный проект нормативного акта. Он затрагивает конкретные вещи, но ты видишь не весь путь, к которому хочет привести регулятор. Может быть, концепция видения у регулятора есть, но тогда туман неизвестности регулятор мог бы начать рассеивать где-то снаружи.

Далее. Несколько раз прозвучало слово «аутсорсинг». Мы как спецдепозитарий начали оказывать подобную услугу с прошлого года, обслуживаем 11 или 12 управляющих компаний. Нам известно, что внутри Центробанка есть интерес к этому

вопросу. Много факторов, объясняющих, почему услуга пока не очень хорошо развивается. Но главное, все всегда заявляли, что у управляющих есть лицензионная ответственность за отчетность регулятору и организацию учета. Следовательно, даже если по договору управляющий передает эти функции третьему лицу, то в лучшем случае третье лицо может порадовать его попыткой компенсировать какие-то убытки в рамках договорных отношений. Но спасти от лицензионных и административных рисков невозможно. Насколько мне известно мнение регулятора, лицензионную ответственность они не передадут. В принципе, изменение ролей и моделей на рынке коллективных инвестиций уже идет. Если будет разрешена передача лицензионной ответственности на основании договора, то это интенсифицирует процесс.

**Филипп Габуня.** Тема непростая. На самом деле мы с очень большим вниманием относимся к теме аутсорсинга бэк-офиса, потому что, на наш взгляд, это огромный потенциал для снижения издержек и, соответственно, повышения конкурентоспособности индустрии и доступности профита для клиента. Но именно в аспекте передачи лицензионной ответственности имеется невероятно много подводных камней. Что значит для УК передать учет в спецдепозитарий? Управляющая компания работает с клиентом. Для клиента ключевой информацией является стоимость чистых активов УК на определенную дату, чтобы он понимал, что происходит с его инвестициями. Если инвестиции были сделаны в открытый фонд, то информации может быть нужна вообще каждый день. Клиент куда пойдет это узнавать — в спецдепозитарий или к управляющей компании?

Или дальше. Управляющая компания все функции передала спецдепу, все параллельные сервисы у себя закрыла, на всем сэкономила, а тут обслуживающий ее спецдепозитарий лишается лицензии. Что происходит с управляющей компанией и ее отчетностью на момент, когда

пропали данные учета в спецдепозитарии? Это не значит, что проблема неразрешима и мы поставили на ней крест. Мы как раз очень активно по этому поводу думаем, перелопатили огромное количество международного опыта. Мы благодарны спецдепозитариям, в том числе «Инфинитуму», который активно ведет исследования в пользу того, как это дело развить. Но сказать, что в ближайшем будущем у нас есть планы передать лицензионную ответственность, и такой драйвер завтра появится, я, к сожалению, пока не могу. Но мы активно ищем механизм, который мог бы снизить опасения, возникающие у управляющих компаний.

Там ведь не только лицензионная ответственность, но и административная, связанная с тем, что если компания получила какое-то административное взыскание, то она не может участвовать в ряде конкурсов на управление определенными средствами, которые проводят государственные или окологосударственные структуры. Это тоже является сильным демотивирующим фактором. Может быть, мы начнем с этого, снимем эти опасения, и это, возможно, даст толчок крупным управляющим переходить в такую плоскость формата взаимоотношений со спецдепозитариями.

**Алексей Тимофеев.** Мне кажется, хорошим шагом вперед был бы просто аутсорсинг и его легализация без передачи лицензионной ответственности. Можно не содержать дополнительных специалистов, не иметь лишних издержек. Спецдеп — это будет квалифицированный и тоже лицензированный институт, который взял на себя соответствующую нагрузку. А сама УК несет ответственность за выбор агента, точнее, аутсорсера. **Филипп Габуня.** Основной риск для управляющей компании я назвал: что случится с управляющей компанией, если спецдепозитарий пропал. Если УК не сдаст отчетность в течение 15 дней, то может прийти регулятор и отнять лицензию. Второй риск менее фатальный, но

более вероятный — в случае просрочки отчетности будет выставлено административное правонарушение, наложено соответствующее взыскание. Оно будет зафиксировано, и УК автоматом на пару лет теряет право участвовать в определенных конкурсных процедурах, составляющих значительную часть бизнеса.

Возможно, в этой границе можно попробовать поискать какое-то решение, но непросто.

**Алексей Тимофеев.** Давайте объединим усилия, потому что это важно и для брокеров, и для управляющих. Часть функций по бэк-офису, часть функций по депозитарному учету — это, в общем, системное решение.

НАУФОР собирается сформулировать свои предложения на этот счет.

Мои коллеги иногда говорят, что российскому рынку нужен мораторий на нормативные акты, что изменчивость нормативного регулирования так высока, что это вызывает большие издержки и высокую степень юридической неопределенности. Но когда доходит до дела, мы сами просим у нашего регулятора новых нормативных актов. Давно уже ждем нормативов по доверительному управлению, по бэк-офису, в котором как будто бы удастся решить задачу дублирования депозитарного и бухгалтерского учета. Давно ждем новые правила расчета собственных средств, где предполагается включить в расчет собственных средств активы российского брокера у брокера иностранного. Меня очень расстраивает, что придется так долго ждать нормативного акта по составу и структуре активов.

Мы очень ждем этих нормативных актов.

Большое вам спасибо за участие в круглом столе. □

