

Сколько стоит регулирование

Ключевая проблема российского финансового рынка сейчас состоит в том, что национальные долгосрочные инвесторы почти отсутствуют

В НАУФОР прошел круглый стол, участники которого обсуждали подготовленный Центральным банком России документ — «Основные направления развития и обеспечения стабильности функционирования финансового рынка Российской Федерации на период 2016–2018 годов».

Участники: Василий Илларионов («Сбербанк управление активами»), Юрий Минцев (БД «Открытие»), Александр Абрамов (НИУ ВШЭ), Александр Лосев («Спутник — управление активами»).

Модератор — Алексей Тимофеев (НАУФОР).

Алексей Тимофеев. Коллеги, прежде всего я хотел бы выяснить ваше общее впечатление от проекта Основных направлений. Как будто бы сделана попытка охватить все сферы ответственности Центрального банка? Удалось ли это? А еще важнее — какова главная мысль документа?

Александр Лосев. Мне кажется, обсуждаемый документ напоминает Windows — это платформа, на которую можно что-то добавлять, можно определенным образом ее дорабатывать, менять и интегрировать отдельные части.

В принципе, реально удивительный документ, причем именно в хорошем смысле. Предыдущий — «Денежно-кредитная политика

Центрального банка», — который был вывешен на сайте ЦБ в октябре, напоминает смесь догматических текстов из американских экономических учебников 70-х годов и выписок из амбулаторных карт районной поликлиники. То есть это своего рода микс абстрактной теории эпохи Кейнса и констатация симптомов и проблем, но никак не описание кредитно-денежной политики. Никакой политики, способной изменить ситуацию, там не было. А в «Основных направлениях», напротив, есть реальная концепция и описаны именно те сферы, которые рынку интересны.

Вопрос в том, каким образом написанное реализовывать: что Центральный банк может/ не может, чего хочет регулятор и чего хочет рынок, в том числе и рынок капитала.

Я, по сути, математик по образованию, поэтому такие задачи обычно сравниваю с поиском решений для системы уравнений в обыкновенных

или частных производных вроде задач Коши или краевых задач. Так вот, есть определенные условия, которые Банк России изменить не может при всем желании. Но есть и вещи, на которые он может повлиять своими нормативными документами или законодательными инициативами: например, повышение стандартов корпоративного управления до общеевропейского уровня, в том числе расширение компетенций независимых директоров, прозрачность принятия решений руководством корпораций, защита интересов миноритариев и так далее. То есть те вещи, которые необходимо улучшать, потому что без этого доверия к российским акциям не будет. Кто-то образно сказал, что дивиденды российских акционерных обществ — это деньги, которые менеджмент не успел спрятать от миноритариев. Все прекрасно понимают, что в отечественном корпоративном управлении надо что-то менять.

Кроме того, есть системные риски. Готов ли Центральный банк управлять системными рисками в полном объеме: чтобы смягчать для рынков зависимость от политики, от санкций? Получит ли ЦБ для этого дополнительные полномочия от законодателей? Согласно исследованиям агентства «Thomson Reuters», основными читателями лент финансовых новостей являются не люди, а роботы. Люди не способны прочесть имеющийся объем информации. Но когда происходит нечто, способное





повлиять на геополитику или макроэкономику, рынки оказываются под жутким давлением, сталкиваясь со взрывным ростом волатильности. Эта волатильность «убивает» достаточно много клиентов, в том числе физических лиц, «опрокидывает» инвестиционные решения, сводит с ума риск-менеджмент внезапно зашкаливающими рисками.

Центральный банк, наверное, мог бы стать демпфером системных рисков. Возможно, не только через задействование уже имеющихся инструментов вроде репо и свопов, но каких-то еще.

Алексей Тимофеев. Можно ли сказать, что Стратегия — это документ органа, который ищет решения в кризисных условиях? Я объясню, почему задаю этот вопрос. Мне-то кажется, что Центральный банк сделал программу более-менее такой же, как и программы других государственных органов — про все в своей юрисдикции, вне зависимости от текущих обстоятельств.

Юрий Минцев. По структуре этот документ очень напоминает бизнес-стратегию частного предприятия.

Алексей Тимофеев. Да? А я вижу, что все государственные органы делают такие документы. Они отражают все, что, как в этот момент выяснилось, нужно сделать в сфере их юрисдикции. Сроки реализации мер обусловлены сроком, необходимым для бюрократических процедур. Что непонятно или хочется отложить — становится проведением анализа или подготовкой доклада, меры не соотносятся друг с другом — пока не сделано то-то, или пока не достигнут результат каких-то мер, что-то другое не делается. Ведь так это бывает?

Юрий Минцев. На самом деле три названные в документе цели — благосостояние людей, экономический рост предприятий, развитие финансовой

индустрии — это, скорее, декларация, нежели реальные ориентиры. В чем их недостатки по сравнению с бизнес-стратегией предприятия? Там цели измеримы. А результаты задач, сформулированных в Стратегии, вообще никак не измеримы. Хотя, если задаться целью, то можно использовать измеримые показатели. Например, сближение российского показателя Р/Е со среднеевропейским, американским Р/Е, сближение ставок на облигационном рынке и так далее. Однако этого, к сожалению, не сделано. Наверное, вы правы: есть риски формализовать цели и потом не достигнуть их.

Хочется еще разделить две вещи — контроль и развитие. Развивать всегда тяжелее, поэтому есть опасение, что контрольно-усиливающая составляющая будет сделана, а вот с развивающей будут проблемы. Авторы документа в этом честно признаются. В такой ситуации лично я опасаясь, что по достижении всех целей дорожной карты давление на участников рынка увеличится, при этом истории, которые бы помогали снижать издержки и увеличивать бизнес, реализованы не будут.

В такой ситуации я вижу риски для рынка, с которыми придется жить в ближайшие три года.

Александр Лосев. У нас вся проблема, как говорил Герман Оскарович [Греф] — это отсутствие обратных связей. В любой динамической системе принятие управленческих решений идет как раз через анализ объективных данных о реакции объекта на воздействие, получаемых по системам обратных связей. Но вселяет надежду, как я сказал, то, что это похоже на платформу Windows, где писать детальные блоки программ может каждый участник, потому что документ достаточно общий.

Единственное, что меня радует, — это персоналии. Все-таки Сергей

Анатольевич Швецов — это человек, который в 2008–2009 году спас систему от очень серьезного кризиса на валютном рынке и на репо. Это была мега-проблема: мы до ночи не вылезали с биржи и из ЦБ, и я помню, как Швецов расширял проблему атаки на рубль, когда нефть со 130 упала до 40 и даже до 34. Атаку на рубль удалось остановить. Ввели те самые беззалоговые кредиты, для того чтобы банковская система продолжала существовать и функционировать, потому что кризис доверия на межбанковском рынке грозил полностью остановить все платежи и транзакции. Меня радует, что в ЦБ есть люди, которые знают, как реализовывать работу по стабилизации рынка в кризисных сценариях. Но люди сегодня здесь, а завтра могут перейти на новую работу, и на их месте окажутся другие, возможно менее опытные. Поэтому хотелось бы, чтобы в дальнейшем ответ на негативные воздействия отрабатывался автоматически. Чтобы создавался алгоритм, который бы работал вне зависимости от личностей.

Василий Илларионов. Есть такое высказывание: менеджеры делают вещи правильно, а бизнес-лидеры — это те, кто делает правильные вещи. Стратегия ЦБ описывает развитие учетной инфраструктуры, в ней есть вещи, связанные с повышением финансовой грамотности, но ключевая проблема нашего финансового рынка сейчас в том, что нет национальных долгосрочных инвесторов, в первую очередь на рынке акций. Он очень спекулятивный, из-за этого и повышенная волатильность имеет место, и физические лица не рискуют туда заходить. Надо думать, как выстроить существующую пенсионную систему. Сейчас НПФы могут вкладывать 50–60% средств в акции. Для них (и для самих пенсионеров) нужно выстроить такую систему мотивации,

чтобы они выбирали именно этот путь, чтобы верили в долгосрочность своих инвестиций.

Юрий Минцев. В Стратегии говорится о том, что не будет ежегодной переоценки активов. Там про это много написано.

Александр Лосев. Не соглашусь с коллегой в одном. На рынке акций есть долгосрочные институциональные инвесторы: 70% оборота акций приходится на иностранцев. Наш рынок ушел туда.

Василий Илларионов. Я про внутренних инвесторов.

Александр Лосев. Наш рынок акций стал маргинальным и неликвидным, потому что все объемы сконцентрировались либо в Лондоне, либо через локальные фонды здесь, но в глобальных депозитарных расписках. И на волатильность наших акций дополнительно накладывается волатильность доллар/рубль и колебания глобальных рынков. А излишняя волатильность создает проблемы всей экономике, потому что усиливает инфляционные ожидания. Когда все думают, что доллар скоро будет стоить 100, то прямо сейчас закладывают это в контракты, в заказы, что в скором времени отражается на ценниках в магазинах. Эту волатильность нужно убирать. Если Центральный банк не уберет волатильность доллар/рубль и не купит ожидания перманентного ослабления рубля, что транслируется абсолютно на все — на инфляцию, на процентные ставки, на волатильность фондового рынка, — то мы можем и дальше сколько угодно рассуждать о перспективах, но никто на российский рынок не придет. Зачем вообще инвестировать в акции или облигации, если можно просто купить доллары против рублей и смотреть, как растет доллар.

Александр Абрамов. Короткий комментарий: я не воспринимаю этот





документ как стратегию. Это, скорее всего, план работ плюс некоторая интерпретация действий ЦБ. Потому что здесь нет, например, программно-целевого подхода. Счет всегда ошибочен, но он все-таки соизмеряет затраты и результаты. Читая стратегию, постоянно думаешь, а сколько стоит регулирование. Оно не дороже ли получается тех выгод, которые приносит фондовый рынок? Если взять аналогичные документы Минфина, там есть хотя бы попытка сделать подобного рода подходы. То есть программно-целевого подхода в документе ЦБ нет.

Второе, почему это все-таки не стратегия. Скорее, никто никого ни о чем не спрашивал. Здесь, конечно, учтены предложения участников рынка, но, грубо говоря, все же имеет место монолог. Это похоже на то, как на плацу сержант ведет батальон. Сержант дал команду, куда идти — туда батальон и направился. Так стратегии, в общем-то, не пишутся. Может быть, в дальнейшем Банк России как-то постарается демократизировать процесс обсуждения. **Алексей Тимофеев.** Они собираются провести публичное обсуждение.

Юрий Минцев. Почему вы считаете, что ЦБ не спрашивал рынок? Была реальная история насчет 233 КРП, предложенных регулятору рынком. Вы считаете, что стратегия написана не на основе этих КРП?

Александр Абрамов. В Основных направлениях есть упоминание об этих 233 «добрых делах», но речь все же идет о двух разных документах.

И третий момент, который меня смущает. Когда читаешь документ, можно спорить о каких-то его частностях. А вот на фундаментальные вещи нет ответа.

Какие именно фундаментальные вещи — например, какова роль конкуренции во всем этом? Эффективна ли модель, когда фондовый рынок

строится сверху? Как мы собираемся формировать долгосрочные инвестиции — за счет повышения нормы сбережения или за счет перераспределения сбережений? С нормой сбережения в документе вообще какая-то путаница. Я читаю, что у российских граждан, оказывается, низкая норма сбережения. Открываю доклад о денежно-кредитной политике за декабрь 2015 года № 4, страница 31: «Другим фактором, ограничивающим потребительский рост, оставалась высокая склонность российского населения к сбережениям». Когда один и тот же регулятор в двух вышедших одновременно документах говорит абсолютно противоположное о ключевом экономическом индикаторе, это вызывает некоторое удивление.

Я не утверждаю, что этот документ создавался на голом месте, но так стратегии все же не пишутся.

Я сейчас читал историю реформ российской экономики. Как проводилась реформа сталинской индустриализации? Появились научные академические статьи Фельдмана, Преображенского, Бухарина, и на этой основе была построена стратегия лучше, чем построил [позднее в Сингапуре] Ли Куан Ю. Мне кажется, так правильно строятся вещи. С нашими стратегиями так не получается. Практически нет ни одной академической статьи на тему развития фондового рынка. Почему? Мне кажется, нет стимула писать. Потому что начальство и так все знает.

Возможно, пока не нужно стремиться к тому, чтобы все шло в ногу, чтобы мнение, например, регулятора или «волошинской группы» было доминирующим. Целесообразно организовывать разные центры дискуссий, чтобы прозвучали разные точки зрения, альтернативные оценки и предложения.

Алексей Тимофеев. Соглашусь с Юрой — в документе ЦБ много следов дискуссий, которые мы вели до этого момента. Но, честно говоря, мы и всегда вели их на том уровне, на котором написана сама стратегия. И сами КРП и то, как мы их формулировали, — это тоже не обосновывается какой-то экономической моделью.

Честно говоря, КРП — это интуитивное чувство необходимого с точки зрения индустрии, Основные направления — интуитивное чувство необходимого ЦБ. Это не значит, что это чувство неправильно. Может быть, я не имел права ожидать от стратегии ЦБ большего и должен быть доволен, тем, что в целом наши чувства совпадают? Однако тогда пойдем обратным путем и попробуем выяснить модель, на которой основана интуиция необходимых решений!

Саша, ты говоришь о том, что в основе того и другого, скорее, должно быть какое-то фундаментальное предположение. Мой начальный вопрос как раз заключался в том, можно ли увидеть в стратегии какую-то предпосылку, какую-то модель? какова его основная ключевая мысль? Это документ органа, который старается сделать что? — перераспределить сбережения населения? или увеличить их? О чем она?

Александр Абрамов. Это документ, который содержит много конкретных вещей, но вот прописанные в нем фундаментальные вещи обычно вызывают внутренний вопрос «почему именно так?».

Лично у меня не складывается целостного представления, как будет выглядеть модель рынка через три года, какие услуги можно будет получить у брокера, чем это будет отличаться от картины сегодняшнего дня. Как будет выглядеть рынок коллективных инвестиций?

Юрий Минцев. Потому что сверху должна быть стратегия государства.
Александр Абрамов. Я думаю, что как раз колоссальный риск для финансового рынка заключен в том, что стратегия будет построена сверху. Серьезная проблема, которую недооценивает Центральный банк, это инициативы снизу.

Посмотрите на историю. Почему в России фондовый рынок сложился, а в других странах СНГ не сложился? Почему в России раньше всех появился рынок коллективных инвестиций, кто пришел с предложениями его создать? Это все были проекты снизу. В стратегии важно сделать так, чтобы участники рынка стали более инициативными и не опасались внедрять инновации.

Александр Лосев. Если бы все это правильно выстраивали, то акции «Газпрома» стоили на порядок дороже, чем сейчас они реально торгуются.

Юрий Минцев. Сейчас есть «Роснефть».
Александр Лосев. «Роснефть» тоже теряет капитализацию быстрее многих своих конкурентов...

Юрий Минцев. История становления «Роснефти» — одна из причин, почему «Газпром» стоит сейчас в разы меньше.

Александр Лосев. Почему бы нет. То, что происходит с исками бывших акционеров «ЮКОСа» (включая Ходорковского) против России — это же наш судебный бумеранг, прилетевший из 1998-1998 года. Тогда арбитражные российские суды — к радости владельцев «Менатеп», «Инкома», «Онэксима», «СБС-Агро» и «Мостбанка» и к недоумению и растерянности их западных партнеров — не признавали форвардные контракты на доллар/рубль как финансовые сделки юридических лиц с вытекающими правами, обязанностями и определенными правовыми последствиями. Они

отнесли эти форварды к разряду бытовых споров, азартных игр и пари и отказывались рассматривать заявления пострадавших сторон.

Пострадали в основном иностранные кредитные организации и их российские дочки, которых, выражаясь языком 90-х, просто «кинули». «Райффайзену», «ИНГ Банку», Банку Австрии и прочим участникам рынка прямо сказали, что они могут быть свободны и идти куда вздумается. А ведь Ходорковский при этом перевел активы банка «Менатеп» в дочерний «Менатеп Санкт-Петербург», и обанкротил основной банк, кинув своих клиентов и контрагентов, за что в Америке он бы сел лет на 50. Иностранцы игроки были в шоке от российского правосудия, но суды сказали: «Нет, все нормально, Ходорковский никому ничего не должен». «ЮКОС» был создан, в том числе и на эти деньги. Потом «ЮКОС» отобрали абсолютно по другому поводу, но ошибки, сделанные судами прежде, почему-то признать не могут. И теперь страдает вся страна.

То есть изначально здесь, в России судебная система не была настроена на то, чтобы защищать права кредиторов, инвесторов, права участников фондового рынка. Результат налицо. Откуда возьмётся доверие к рынку без изменения судебной системы?

Юрий Минцев. А это не в компетенции Центробанка. Хотя понятно, что если с защитой прав инвесторов не наведут порядок, то и «Основные направления» тоже можно выкинуть.

Алексей Тимофеев. Попробую сформулировать мысль, а вы согласитесь с ней — или не согласитесь. Недавно я общался с одной из управляющих компаний, и они рассказали следующую историю. Они попробовали составить табличку, которая бы доказывала их клиентам, что если бы те инвести-

ровали в индексный фонд, то переиграли бы депозит на десятилетней перспективе. Так вот, управляющие были потрясены результатом, потому что индексный фонд не переигрывал депозиты.

Василий Илларионов. Неправильный десятилетний отрезок выбрали.

(Все дружно смеются.)

Алексей Тимофеев. У меня есть предположение, что акции в России — это не акции, а акционерные общества — не акционерные общества. Это проблема формы и содержания, и это глобальная проблема. Об этом говорил Юра и, по-моему, Александр (Лосев) тоже, — что все это за пределами юрисдикции Центрального банка. Это вопросы общеэкономической политики. А раз так, то все, что может Центральный банк, это пользоваться политкорректным словосочетанием «корпоративное управление», которое скрывает разрыв между формой и содержанием акционерных обществ, и реализовать меры, которые относятся только к корпоративному управлению.

Юрий Минцев. В документе написано про «сделки крупными пакетами», «сделки с заинтересованностью». Но понятно, что если российский суд скажет, что госпредприятие (те же самые «Газпром», «Роснефть», ВТБ) не нарушало права миноритариев, то Центробанк ничего не делает.

Александр Лосев. Согласен. Что может сделать Центральный банк?

Первое. Сбережения. Ценные бумаги и депозиты не равнозначны с точки зрения физического лица. Проценты с депозитов не облагаются налогом, более того, АСВ страхует проценты по депозитам, что я считаю принципиально неправильным. Защищаете интересы граждан — хорошо, но страхуйте только тело депозита, раз уж вы готовы спасать сбережения населения в банках. Но почему вы страхуете

проценты по этим депозитам, в том числе излишне высокие? Получается, что банки конкурируют друг с другом не собственной надежностью, профессионализмом и репутацией, а исключительно процентными ставками. Если убрать проценты из страхования вкладов и если сделать аналогичное налогообложение по инвестициям на фондовом рынке... Президент Путин сказал об этом в послании к Совету Федерации, но почему-то Минфин не захотел его слушать.

Юрий Минцев. Это довольно узкая история. Обсуждают, что страхование может не распространяться на проценты по депозиту или может распространяться только на 90% процентов по вкладу и так далее.

Алексей Тимофеев. Думаю, что Минфин, конечно же, услышал президента, и весной вопрос об освобождении от НДФЛ купона по корпоративным облигациям будет решен.

Но я хотел бы, чтобы Василий подхватил рассуждение, которое я начал, про индексные фонды. Он заговорил про долгосрочного инвестора. Теме НПФ в Основных направлениях должно было быть уделено больше места. Но, к сожалению, Центральный банк уделяет ей минимальное место в своем документе. Вероятно, потому, что добиваться пересмотра решений о замораживании накопительной части считает бесполезным, а новая модель еще не готова.

Юрий Минцев. Ты имеешь в виду добровольное пенсионное накопление — точнее, условно-добровольное? Но это тоже не уровень Центробанка.

Василий Илларионов. Комментарий для долгосрочного потенциального инвестора есть. Вопрос в том, что сейчас нет спроса, эластичного к цене услуги и имеющего достаточно большой объем. Все эти инструменты достаточно дорогие. Сейчас де-факто имеет место рынок продавца, и те, кто предоставля-

ет клиентам возможность долгосрочно инвестировать через инвестиционные фонды (или другие инструменты), конкурируют не за спрос, а за агента-продавца. И соответственно повышают свою маржинальность. Может быть, это не напрямую связано со стратегией ЦБ, но одна из тенденций, которую надо учитывать в стратегии, — каким-то образом повышать прозрачность финансовых услуг, чтобы клиенты видели, за что они платят. Сейчас одна из проблем — это то, что клиенты не видят, сколько они платят за предоставление финансовых услуг. Деньги забирают из их кармана, клиенты потом уходят, недовольные тем, что получили маленький доход. Мы теряем будущий спрос.

Алексей Тимофеев. На твой взгляд, есть рынок акций для долгосрочного инвестора?

Василий Илларионов. Все это возвращает нас к вопросу об общей экономической политике государства. Можно вкладываться долгосрочно, но надо понимать, что есть непредсказуемые события, которые могут происходить в результате политических действий руководства государства.

Александр Лосев. А мне кажется, рынок акций для долгосрочных инвесторов есть, только это индекс, а отдельные акции. Те же самые префы «Татнефти», «Сургута», которые распределены, в том числе и между работниками нефтяных компаний, дают очень неплохие дивиденды. Это реально заменитель депозитов, если посмотреть на те акции, где собственники готовы делиться с миноритариями, потому что им самим нужны эти дивиденды, этот cash-flow. ГМК «Норильский Никель», «Сургут», «Татнефть» — вот реальные истории, которые могут конкурировать с депозитами, но их мало. Потому что опять же — нужно улучшать стандарты корпоративного управления и повы-

шать прозрачность принятия решений компаниями.

Почему у нас такая убитая энергетика? Потому что тарифы и прибыль компаний регулируются сверху, а расходы не контролируются никем. Любая компания электроэнергетики — как черная дыра. В то же самое время «Сургут», «Татнефть», «Норильский никель» всем нравятся, потому что там все в принципе ясно и есть доходность, сравнимая с процентами по депозитам.

Александр Абрамов. Акции, конечно, не тот актив, который будет преобладать на нашем рынке, пока не изменятся экономические условия и корпоративное управление. Сам процесс инвестирования в акции российских эмитентов сегодня скучен, как и скучно большинство академических исследований на эту тему. Чтобы изменить это, обществу нужны яркие примеры победителей — таких, как Левимор, Грэхем, Линч и другие. А еще нужны интересные и доступные по деньгам сервисы по отбору акций, такие как Smartmoney.com, Morningstar.com и другие. Сегодняшний процесс инвестирования в акции, скорее, напоминает реализацию краткосрочных стратегий, совершенно не выполняя функцию перераспределения капитала между эффективными компаниями. Потому что ни эмитенты не раскрывают финансовые коэффициенты, ни инвесторы на это не смотрят, ни посредники не предлагают продуктов, которые бы резко снижали издержки на вычисления этих коэффициентов.

С точки зрения стратегии нельзя в одночасье изменить корпоративное управление. Но рынок корпоративных бумаг, акций, должен быть прозрачен, на нем должны быть минимальные издержки для инвесторов, чтобы, например, играть с коэффициентами.

Российский рынок прожил 20 лет, но не научил ни инвесторов, ни эми-

тентов пользоваться финансовыми показателями. Я упрощаю, но это реально так.

Александр Лосев. Я недавно разговаривал с одним из телеведущих. Он сказал, что руководство его телекомпании вообще хотело убрать передачи о финансовых рынках. Считают, что фондового рынка в России все равно никогда не будет. Количество людей, инвестирующих в акции, маленькое. «Мы лучше будем говорить про грузовики, про лекарства или продукты, про какие-то реальные вещи».

Александр Абрамов. Это просто должно стать интересным. Сегодня способы, какими до рядового инвестора, да и просто до инвестора, доносится информация об эмитентах — это... это гнусная рутина. *(Общий смех.)* А это должно быть интересным!

Алексей Тимофеев. А почему это станет интересным? Ты можешь сделать интересным объяснение, почему человек не заработает на этих бумагах? Вот если на них можно будет заработать...

Юрий Минцев. Я могу прогнозировать, что при значении 300 по индексу РТС на покупку акций будут стоять очереди. Сейчас российские акции не покупают только потому, что не считают их цены привлекательными.

Алексей Тимофеев. Но на самом деле это не так?

Юрий Минцев. Не уверен. Думаю, что большинство право. Если оно считает текущие ценовые уровни недостаточно привлекательными для покупки, значит, так оно и есть. Я так же считаю.

Александр Лосев. Вопрос опять же в граничных условиях. Если бы что-то изменилось в стране, то, конечно, можно было покупать все подряд. Но надо смотреть на изменение условий, которые повлияют на поиск решения.

Я хочу вернуться к Центральному банку. Второй момент, кроме депозитов.





Понятно, что Центральный банк — кредитор последней инстанции, например, на рынке репо. Но мы еще ни разу не видели Центральный банк покупающим активы.

Юрий Минцев. Но он здесь написал, что может это сделать.

Александр Лосев. Это очень важно. Если Центральный банк берет на себя такую функцию, какую взял на себя ФРС или берет на себя ЕЦБ, это уже очень сильно стабилизирует рынки, и это очень большой плюс. Это просто еще один шаг к цивилизации. Теперь надо понять, по каким принципам регулятор будет покупать: у кого, какие именно бумаги, в каком объеме и как будет оценивать риски. Если все прекрасно понимают, что в стране есть риск системного кризиса, то сколько времени ЦБ будет сдерживать панику? Если все будут понимать, что ЦБ стоит до конца и спекулянты лишь зря тратят средства, атакуя его, то все успокоятся. И дальше уже включится нормальный механизм кредитования. Если Центральный банк возьмет на себя эту роль, то надо ставить ему памятник.

Алексей Тимофеев. Я бы хотел задать новый вопрос. Есть ли в программе одна, две или три меры, в которые вы лично верите? Относительно которых можете сказать: да, рынок будет развиваться, потому что Центральный банк будет настойчив в реализации такой-то меры и отлично, что он ее предусмотрел.

Юрий Минцев. Каждый, конечно, видит то, что ему приятно видеть. Я, к примеру, между строк читаю следующее. В ставке, которую делала российская власть на банки как посредников между людьми, желающими сохранить и приумножить деньги, и предприятиями реального сектора, которые нуждаются в деньгах, ведущая роль долго выделялась банкам. Не важно, давали ли банки кредиты или выкупали обли-

гации. Но с учетом последних двух лет пришло понимание, что каналы взаимодействия между людьми, которые имеют сбережения, и предприятиями необходимо диверсифицировать.

На самом деле в стратегии говорится о том, что развивать нужно и другие каналы. Хотя про синдицированные кредиты тоже написано, и это замечательно. Но я вижу для себя, что та индустрия, в которой я работаю уже скоро 20 лет, в общем-то, вдруг понадобилась как еще один канал в связи с трансформацией сбережений в инвестиции. Долгое время я этого вообще не чувствовал. Фондовый рынок был как бы сбоку. У всех стран есть, так пусть и у нас будет.

И мне, в общем, нравится этот поворот.

Алексей Тимофеев. Согласен! Я вижу в этом документе разочарование в роли банковской системы как проводника инвестиций для экономики. Но не потому ли, что документ писался шведской командой (которая отвечает за небанковские организации)?

А напиши его банкиры, все было бы по-другому?

Должны ли мы верить в это как в искреннюю и сильную позицию Центрального банка и не является ли это случайным?

Александр Лосев. Не будем искать следы ДНК Сергея Швецова в этом документе.

(Общий смех.)

Алексей Тимофеев. Почему нет! Этот документ, конечно же, писался шведской командой. Команда находится под сильным впечатлением от европейской Грин рарер, где присутствует примерно то же чувство — разочарование банковской системой и попытка обратить внимание на другие финансовые сектора.

Причем это происходит на континенте, где традиционно предпочтение отдавалось банковской системе.

Александр Лосев. Только от 3 до 5% банковских кредитов идут на инвестиции. Такова статистика. Банки никакой инвестиционный рост никому не обеспечивают. Они поддерживают текущую жизнедеятельность предприятий, и все! Ни на что больше кредиты не идут. Они идут на покрытие кассовых разрывов, на латание дыр, на перекредитовку. У нас нет инвестиционного кредита. В России он может взяться либо откуда-то из-за границы, либо откуда-то сверху через банки развития, либо через долгосрочные инструменты фондового рынка. Больше никак. Поэтому Швецов с командой прекрасно понимают, что обычные коммерческие банки развитие страны не обеспечат, они обеспечат просто текущее существование.

Юрий Минцев. Наверно, да. Разочарования в банках, может быть, и нет. Но есть понимание, что нужен запасной или альтернативный канал инвестиций.

Александр Абрамов. Как мне кажется, безусловно, будут две объективные причины развивать финансовый сектор.

Причина первая — в принципе капитал, мобилизуемый не через банковскую систему, дешевле и долгосрочнее. Банковская модель в принципе дорогая для привлечения капитала (надо же обеспечить все надзорные требования), поэтому внутренние инвестиции для экономики она не обеспечивает.

И второй момент. Не так давно была опубликована известная книга нобелевских лауреатов о том, каким будет мир через сто лет. Все в один голос заявляют, что во всех странах резко повышается неравенство, и Россия в это тоже погружается. Роберт Шиллер предлагает ввести прогрессивные налоги. А есть еще очень хорошая мысль Солоу, который предлагает демокра-

тизацию капитала. Конечно, таких мыслей нет в Стратегии, но желание решить эти проблемы будет давить на то, чтобы делать здесь пенсионную систему. Хотя многим она не нравится просто как таковая, независимые деньги в этой стране пока никому не нужны. У нас пока идет финансовая продрозверстка — каждому смотрят в кошелек и говорят, куда он должен отнести деньги. И никто не выбирает через рынок, куда отнести.

И о том, что мне понравилось [в Стратегии]. Самое первое — задачи стимулирования внутреннего инвестора и создания ему благоприятных условий выходят на первый план. Мне кажется, что это некое признание ошибочности прежней стратегии, рассчитанной на мифические деньги нерезидентов. Другое дело, что это надо было более глубоко проанализировать.

И другой момент — вполне разумные вещи в отношении рынка облигаций. При нынешнем раскладе единственное полезное из инвестиционной составляющей, что реально может делать Центральный банк — это развивать рынок облигаций. Как бы мы ни хотели, пенсионными деньгами регулятор не распоряжается, инвестиционным климатом — нет, судами — тоже нет. Остаются биржа и облигации.

Возможно, превращение облигаций в реальных конкурентов банковским депозитам — вполне разумная вещь.

Василий Илларионов. Любую задекларированную в этой стратегии меру можно практическими действиями или превратить в ничто или, наоборот, классно реализовать. Но крайне важно повышение финансовой грамотности. На сегодня паями инвестиционных фондов в РФ владеют полпроцента домохозяйств. На развитых рынках — 40–50%. Участники рынка не располагают средствами, чтобы рекламировать себя

по телевизору. Это просто экономически необоснованно.

Если государство в первую очередь построит свою стратегию на том, чтобы популяризовать негосударственное самостоятельное пенсионное обеспечение, чтобы продвигать инвестиционные фонды, брокерское обслуживание, другие способы самостоятельного инвестирования, если соответствующие слова будут регулярно звучать по телевизору, мы можем увидеть колоссальный приток частных инвестиций.

Да, люди будут ошибаться, но если они начнут чем-то интересоваться, они начнут образовываться.

Александр Лосев. По этому пути пошли коммунисты Китая, поэтому сейчас имеют такие проблемы. Загнали людей на фондовый рынок, устроили пирамиду, грохнули рынок на 40% за один июль 2015 года и потом начали арестовывать олигархов.

Василий Илларионов. Это вопрос реализации.

Юрий Минцев. Ну и что, что рынок в июле упал на 40%. Все равно за пять лет китайский рынок существенно вырос и в ценах, и в объемах, а российский рынок — не вырос (если не считать эффект девальвации).

Алексей Тимофеев. Не загонять надо...

Василий Илларионов. ...а продвигать идею.

Алексей Тимофеев. Что мне кажется очень важным в этом документе, так это то, что здесь названо пропорциональностью регулирования финансовой индустрии. Мы заговорили о том, что из этого финансового документа очевидно: системы кредитных организаций недостаточно для инвестиционного развития страны. И вот прямо сейчас, как мне кажется, вопрос заключается в том, какие именно требования будут предъявлены к небанковской индустрии. Где граница между банковским регулированием и небанковским. Искренне ли

Центральный банк считает, что система банков должна быть дополнена небанковской системой, выяснится из того, какие требования он установит к небанкам.

Раньше мы называли это дифференциацией регулирования. Термин Центрального банка «пропорциональность регулирования» лучше.

Вот такое пропорциональное регулятивное отношение (в том числе допускающее чрезвычайно малые, на мой взгляд, формы ведения бизнеса на финансовом рынке) может продемонстрировать искренность Центрального банка в создании индустрии небанков. Либо, наоборот, из небанков сделают банки, чего сейчас все боятся. Я лично хотел бы убедиться, что у Центрального банка есть ясное понимание, где проходит граница между регулированием банков и небанков.

Александр Лосев. Нет границы. Я так понимаю, они стирают ее большим ластиком и очень быстро. Хорошо, хотя бы сейчас они этот процесс остановили.

Алексей Тимофеев. Пока нет, но если продолжат в том же духе — да.

Александр Лосев. Банки тоже играют свою роль на фондовом рынке, и достаточно весомую и позитивную, но у них есть конкуренция по направлениям деятельности. Банки заинтересованы в депозитах, но не всегда заинтересованы в инструментах фондового рынка. А зачем им это надо? Они же лишаются пассивной базы, деньги уходят непонятно куда и непонятно кому, кредиты и/или облигации такому клиенту дают не банки, в результате банку остается только комиссия.

Юрий Минцев. Конечно, нужно делать четкую границу. Хотя бы чтобы люди понимали, что, покупая депозиты, они несут кредитный риск организации, а у брокера кредитного риска нет. До недавнего времени казалось, что через пять лет небанков-брокеров не будет.

Появление этого документа рождает надежду, что, может быть, несколько таких игроков останется.

С моей точки зрения, люди должны понимать разницу, где деньги подвержены кредитному риску, а где не подвержены.

Хорошо бы, чтобы граница между банками и небанками была четко проведена. В США есть коммерческие банки и инвестиционные. Учреждения, в которых лежат депозиты, — это только коммерческие банки. Как-то так.

Александр Абрамов. Мне кажется, есть еще одна область для тестирования искренности намерений. Важно не только разделение процедур надзора. Мне, честно говоря, не очень верится, что в одной организации могут ужиться совершенно разные режимы надзора. А они должны ужиться. Но как это произойдет в Центральном банке, я не представляю: что же, три-четыре разных системы надзора будут жить одновременно?

Есть еще другая сфера: система продажи финансовых продуктов. Мне кажется, в части открытой архитектуры продаж в России очень мало сдвигов, если сравнить с прогрессивными системами в мире. Сейчас в США с большими противоречиями и с большим скрипом идет закрепление фидуциарных стандартов ведения индивидуальных инвестиционных счетов. Он предполагает, что у клиента должен быть выбор продуктов разных производителей. Проходит реформа IRA-счетов, счетов 401-К, с большими сложностями, но идет. Мы видим, что крупные розничные американские банки сбросили очень рентабельные подразделения инвестиционных фондов и перепродали их. Почему? Потому что было давление регулятора, чтобы крупные розничные банки не продавали своим клиентам исключительно продукты собственных подразделений.

Мне кажется, что суть рынка инвестиционных продуктов, где нет гарантии, нет системного риска, — в среде, предполагающей открытую архитектуру продаж и свободный независимый выбор. Очень болезненная тема. Но мне кажется, что по отношению к деятельности крупнейших розничных банков, к их стратегии должна проводиться некая линия, что, например, крупный банк не может навязывать рынку только свои продукты. Ни страховые, ни инвестиционные, никакие.

Для меня критерий искренности намерений — это когда я буду видеть в стратегии крупного государственного банка хотя бы какие-то следы подобных намерений. Если этого не будет, мы придем к состоянию, когда крупные розничные банки пожрут небанковский рынок, какой бы ни была стратегия ЦБ. Но это не пойдет на пользу частным инвесторам.

Александр Лосев. Мысль об открытой архитектуре очень правильная. Мы к этому идем. Биржа ввела T+2 и центрального контрагента, другие шаги уже делаются в этом направлении. Если люди будут держать счета, где им удобно, но при этом работать с любым брокером, с любым депозитарием и любыми инструментами, если мы выстроим архитектуру, когда банк — это всего лишь место, где лежат деньги, которые можно в любой момент направить на инвестицию по распоряжению «заплати», тогда рынок будет действительно эффективен и в плане доступа клиентов, и в плане открытости их возможностей.

Алексей Тимофеев. Мне кажется, Саша говорил о том, что делая ставку на привлечение розничного инвестора, мы должны добиться реальной возможности конкуренции услуг и продуктов разных институтов.

Александр Абрамов. Да. То есть через один счет у брокера, у банка я должен

иметь возможность купить разные инвестиционные продукты разных производителей.

Василий Илларионов. Это нельзя навязать сверху. Нельзя заставить банки предлагать клиентам разные продукты, а не только свои.

Юрий Минцев. Сейчас продаются сотни чужих инвестпродуктов. Но должен быть спрос. Агент выбирает то, на чем больше зарабатывает.

Александр Абрамов. Это легко считается. Например, департамент труда США посчитал за 2014 год потери владельцев счетов IRAs от практики навязывания собственных продуктов банками и брокерами, которые ведут эти счета. Сумма потерь — 17 миллиардов долларов в год. Как эти потери считаются? Есть очень простая методика: ты просто сравниваешь доходность и риски продуктов, которые преимущественно навязываются этому инвестору, с альтернативными решениями на рынке.

Алексей Тимофеев. На самом деле это доказательство того, что и на американском рынке проблемы не удается исключить.

Александр Абрамов. Но там это, по крайней мере, делается. Есть давление, есть политика, выработанная регулятором, которая говорит, что решение должно быть наилучшим, оно должно быть фидуциарное. Тогда к этим услугам появляется доверие. А если брокер тебе все время навязывает продукты одного и того же производителя, это проблема для бизнеса этого брокера.

Алексей Тимофеев. На самом деле эта мысль в документе есть. Там речь идет о том, что в долгосрочном периоде должна повышаться финансовая грамотность, а в среднесрочном — должна быть решена задача защиты неквалифицированных инвесторов. Я даже беспокоюсь, не хочешь ли Центральный банк какой-то чрезмерной стандартизации в регулировании

инвестиций граждан. В целом стандартизация — это правильно, модельный портфель — это правильно. Это то, с чего должен начинаться разговор с клиентом. Но гибкость должна быть сохранена.

Александр Абрамов. Меня немножко смущает, что Центральный банк говорит о стандартизации продуктов, но не о стандартизации форм отчетности. В Европе ты можешь продавать структурные продукты, инвестиционные фонды, пенсионные планы, но стандартная форма расчетов и обязательность сведений в этой стандартной форме дают инвесторам возможность сравнения эффективности их вложений, во всех нюансах.

Нужна стандартизация отчетности для инвесторов по разным инвестиционным продуктам.

Юрий Минцев. А разве плохо, что эту функцию отдали на откуп СРО?

Александр Абрамов. Здесь об этом нет речи. Тут говорится о стандартизации продуктов.

Алексей Тимофеев. Действительно, речь идет о стандартизации продуктов для определенных групп инвесторов. Я не без оснований опасуюсь, что от СРО будут ждать формирования стандартных инвестиционных профилей и, соответственно, стандартного предложения продуктов к каждому из таких инвестиционных профилей. Еще хуже, если это попробует сделать сам ЦБ и это будет обязательным. Очевидно, что хорошо это сделать невозможно, поэтому сделают плохо.

Юрий Минцев. Мне кажется, что индустрия ДУ и коллективного ДУ в текущей рыночной ситуации находится в довольно тяжелом положении.

Алексей Тимофеев. Это вдохновляет.

Юрий Минцев. Даже если Центральный банк заставит стандартизировать профиль, это все равно лучше, чем сейчас, когда никакого профилирования нет.



Алексей Тимофеев. Сомневаюсь, что тебе понравится результат. Мы идем другим путем: стандарты НАУФОР об инвестиционном профиле, *suitability* и *appropriateness* уже сделаны. Стандарты раскрытия рисков сделаны — и они очень хорошие. Сейчас мы делаем стандарт модельного инвестиционного портфеля и стандарт раскрытия информации о комиссиях и возмещаемых расходах.

Александр Абрамов. Надо просто иметь возможность сопоставить разную доходность.

Алексей Тимофеев. Я хочу, чтобы Саша сказал, почему он считает, что можно сделать хуже.

Александр Абрамов. Смотрите, я читаю пункт «Мероприятия дорожной карты»: «Классификация населения с целью определения наиболее подходящих типов финансовых продуктов и услуг...»

Алексей Тимофеев. Вуаля!

Александр Абрамов. ...и оптимальных каналов их продвижения».

И вспоминаю выступления некоторых представителей Центрального банка с трибун: «Мы считаем, что коммерческая недвижимость — это не объект вложений розничных инвесторов».

Алексей Тимофеев. Саша, они уже отказались от этой мысли.

Александр Абрамов. Ну, к другой подобной мысли подойдут.

Алексей Тимофеев. Это то, что ты имел в виду, когда говорил, что одни люди знают, как будет лучше для других людей.

Александр Абрамов. Да. Мне кажется, что это немножко смелый такой подход, немножко все-таки перебор.

Александр Лосев. Наши люди все равно не знают, что и как покупать. Они были бедными. Они были бедными на протяжении поколений. У них нет культуры инвестирования, в их генах отсутствует культура зарабатывать и со-

хранять капитал, передавать его другим поколениям.

Здесь не в этом дело. Вопрос стандартизации, я считаю, — это должны быть какие-то общие критерии портфелей. Сейчас предлагаются, например, клиентам ПИФы энергетики, металлургии и так далее. Это выглядит как игра в наперстки, как я считаю. Потому что когда управляющий предлагает такой набор обычному гражданину — это похоже на вопрос, под каким наперстком шарик — под ПИФом энергетики или под ПИФом металлургии?

Должны быть фонды акций, облигаций и смешанные фонды, и это всё! Ничего другого предлагать клиенту не нужно.

Александр Абрамов. То есть вы отрицаете все то, что делается в нормальных обществах?

Александр Лосев. Да. Потому что люди не могут...

Александр Абрамов. Вы считаете, лучше, когда инвестору будут продавать фонд акций под видом смешанного фонда?

Александр Лосев. Нет, я просто говорю, что управляющие — это профессионалы. У меня дочка, например, учится на хирурга-травматолога. Она будет профессиональным врачом, знающим, что находится внутри человека и как следует быстро оказать необходимую помощь пострадавшему, но она не будет иметь никакого представления о финансовых показателях Газпрома и Сбербанка. И это нормально.

Юрий Минцев. Почему вы не считаете, что это должен отрегулировать рынок?

Василий Илларионов. Это не вопрос регулирования на самом деле. Касательно модельных портфелей — секторные фонды нужны как раз для включения в модельные портфели с определенным маленьким процентом. А, естественно, не для того, чтобы клиент покупал их на 100% своих денег — если,

конечно, он не сделал такой выбор самостоятельно.

Юрий Минцев. Я еще помню, как отраслевые паевые фонды задумывались именно так — что будет возможность сказать, что сейчас у инвестора в портфеле должно быть 20% электроэнергетики, к примеру.

Василий Илларионов. Я считаю, что люди не должны даже думать об этом. То есть не должны читать информацию об ОГК-2 или «ИнтерРАО». Люди дают деньги и говорят: мы понимаем, что в акциях большой риск и большая доходность. Дорогой управляющий, формируй этот портфель, балансируй его хоть каждый день, выбирай энергетиков, металлургов, но это уж ты сам должен решать, ты профессионал.

Юрий Минцев. Так рынок и решит...

Василий Илларионов. Это безнадежная романтика, которая не работает для привлечения денег, потому что ритейловая сеть постоянно требует какие-то новые идеи, продукты и так далее. Пять лет предлагать одни и те же три фонда — просто нереально.

Алексей Тимофеев. Мне кажется, тут нет спора.

Юрий Минцев. Для меня было бы ужасно, если бы в Стратегии Центробанка было такое радикальное предложение. Это означает, что ничто другое права на существование не имеет.

Алексей Тимофеев. Так в этом и дело! Тем не менее все непросто — мы видим противоречивые сигналы от ЦБ. Смотрите: происходит революция — очень сильная либерализация требований к составу и структуре активов паевых инвестиционных фондов. ЦБ собирается отказаться от запрета на коммерческую недвижимость для розничных фондов, а это было самым сильным ограничением в их инициативе. Они оставляют недвижимость в числе объектов инвестиций розничных ПИФов. Это результат интенсивной

многомесячной дискуссии с индустрией, Василий подтвердит. Важно, что Центральный банк уклоняется от регулирования того, как будут маркироваться фонды. Он очень упрощает категоризацию фондов. То, что об этом думает Центральный банк, становится очень похоже на то, о чем говорит Александр Абрамов. Это хорошо.

Однако управляющие будут продавать фонды, а это значит, что никто не отменяет работу над тем, чтобы маркетинг фондов не вводил в заблуждение инвесторов.

Александр Абрамов. Для этого должна быть доступная система раскрытия информации.

Александр Лосев. Люди должны видеть, из чего состоит их инвестиционный портфель.

Александр Абрамов. Открыл, допустим, ресурс Morningstar и можешь все об этом прочитать.

Юрий Минцев. Нужна прозрачность и отчетность инвестфондов.

Алексей, давай ты задашь вопрос «Что вас больше всего огорчило в Стратегии?»

И тогда я отвечу. Меня огорчили три вещи. Первая. Как мы уже говорили вначале, страхование инвестиций задвинуто непонятно куда и без каких-либо понятных перспектив. Индустрия пришла в конце прошлого года к консенсусу, что со стандартными брокерскими счетами разберемся потом, но хотя бы застрахуем ИИСы. И весь год был какой-то позитив, но таким вот не слишком позитивным образом все, к сожалению, разрешилось.

Второе. Меня настораживает, что уделено довольно большое внимание такому продукту, как страхование жизни в качестве источника долгосрочных инвестиций. При этом Центральный банк не может не знать, что накопительное страхование жизни, которое прижилось у нас в стране, является грабительским.

При этом я говорю только о накопительном, а не об инвестиционном страховании жизни.

Третье — очень много говорится о защите прав инвесторов, о защите интересов клиентов брокерских и управляющих компаний, но совершенно не написано ничего о противодействии недобросовестным практикам среди этих клиентов. В то время как вся индустрия, да и сам ЦБ, знают о множестве таких случаев. Необходимо создавать такие правовые отношения между клиентом и профучастником, чтобы у клиента не было соблазнов и возможностей компенсировать свой убыток на рынке за счет брокера или управляющего.

Василий Илларионов. И в накопительном, и в инвестиционном страховании жизни за пределами высокие внутренние издержки для инвестора.

Юрий Минцев. Десятки процентов страхового взноса, вместо того чтобы инвестироваться, отдаются продавцу. Я считаю, что с этим обязательно нужно навести порядок, и, к сожалению, вот этого здесь, в «Основных направлениях», я не нашел.

Понятно, что для НАУФОР есть гораздо более насущные задачи...

Алексей Тимофеев. Извини, это не так! Я думаю, что это очень важная задача. Потому что мы делаем стандарты раскрытия информации о комиссиях и возмещаемых расходах, связанных с услугами брокеров, управляющих. Если в это же время страховая индустрия будет уклоняться от такой же прозрачности в отношениях с клиентом, то мы будем в неконкурентных условиях. Мы станем ближе к прозрачности банковских депозитов, и это правильно. Но лучше, чтобы это было сделано и для других секторов индустрии, чтобы их услуги могли честно конкурировать друг с другом.

Юрий Минцев. Замечательно. Я просто еще раз говорю, что призываю навести порядок в отрасли ИСЖ я, к сожалению, не нашел. Да, это хороший инструмент, но в том виде, в каком он существует в России, его сложно развивать дальше.

В остальном я очень доволен, что такой документ появился. Центробанк взял на себя обязанность в какие-то определенные сроки делать какие-то вещи, это очень хорошо. Относительно 95% предложений документа я согласен, что это надо делать. Но важно, как. Можно испортить исполнение самой хорошей идеи. Хотелось бы пожелать авторам, чтобы этого не произошло.

Алексей Тимофеев. Юра предложил вопрос, и мне кажется, очень хороший. Что вас разочаровало в этом документе?

Василий Илларионов. Я в самом начале сказал, что неявно высказана идея по поводу создания долгосрочного внутреннего инвестора на базе пенсионных фондов. Мало конкретных мер, направленных на то, чтобы они инвестировали в долевой капитал.

Разочаровало (это уже тоже нами здесь обсуждалось), что данная концепция сама по себе без остальной экономики не будет работать, как ее ни реализуй. Если сравнить с 2006–2007 годом, то регулирование тогда было примерно тем же самым. Но происходили IPO, слияния и поглощения, жизнь бурлила. То есть вопрос в том, в каком состоянии находится реальный сектор экономики.

Порадовало, что все-таки такие документы создаются. Но для системного движения вперед нужно, чтобы не только в сфере регулирования ЦБ, но и в других аспектах (налоги, судебная система и так далее) создавались подобные скоординированные друг с другом программы.

Но пока не видно, чтобы наше правительство что-то делало в этом направлении.

Александр Лосев. Согласен с коллегой.

Я бы, как мастер дзен, отказался от оценочного восприятия документа. Документ прекрасен хотя бы тем, что он появился. Хотелось бы такие же документы увидеть от судебной системы, от Минфина, от правительства, потому что все это будут кусочки пазла. Просто один кусочек — ничто, но как только он уложен с остальными, то появится цельная картинка. Появится судебная защита, появятся условия для компаний привлекать деньги на IPO. Вот зачем компаниям размещать облигации? Куда они направят деньги, на развитие? Но разве у нас есть для этого условия? есть какая-то инфраструктура для развития? Или мы так и будем жить этими десятью эмитентами — «Газпром», «Лукойл», «Никель», «Роснефть»? Тогда вообще ничего не надо, они и без нас проживут.

Вот и все. Документ прекрасен хотя бы тем, что он появился, давайтеждемся от остальных органов власти таких же документов.

Чтобы этот не остался подвешенным в вакууме.

Александр Абрамов. У меня сильных разочарований нет. Просто я понимаю, что сейчас не время для подготовки полноценных стратегий, потому что имеет место слишком большая неопределенность в экономике и финансах плюс огромная неопределенность в институциональной реформе. Поэтому трудно ожидать от документа чего-то сверх возможного: перечислены мероприятия, все мы с ними познакомимся и в той или иной мере будем участвовать.

Из проблемного я бы выделил вот что.

Первое. Я не понимаю, как будет происходить механизм возрождения заинтересованности финансовых посредников к росту и развитию. Реформа сверху, с одной стороны, хороша, потому что ее легко сделать. С другой стороны, она убивает понятие инновационной ренты. При такой системе никто на рынке не имеет преимущества от того, что он начал осуществлять ту или иную инновацию раньше других. А именно этот механизм движет и конкуренцию, и предпринимательский дух в финансовой системе разных стран. В России он, в общем-то, игнорируется.

Мне кажется, что коллективные походы за лучшей жизнью будут не очень эффективны, рано или поздно надо будет менять мотивацию, возрождать механизм инновационной ренты. Только инициативы снизу, основанные на этой ренте, могут приносить реальные успехи в тех или иных проектах.

Второе. В этом ли документе, в последующих ли, но все-таки должен появиться элемент программно-целевого подхода. Потому что очень важно понимать соизмеримость издержек в цифрах и результатов. Немножко настораживает, что когда пишется про риски, все это подано как риски участников. Но не как риски регулятора. То есть, условно говоря, бизнес завтра не будет двигаться, а регулирование будет. Не просматривается этого пропорционального снижения. **Алексей Тимофеев.** То есть соотношения мер.

Александр Абрамов. Да. Если отменят накопительную систему, то зачем тогда предпринимать такие сложные меры в пенсионном деле?

И третье. Все-таки как будут сняты транзакционные издержки розничных инвесторов в части информации о финансовых продуктах. Сегодня инвестирование в России в различные

финансовые продукты для частного инвестора является инвестицией с закрытыми глазами с восприятием на слух каких-то отдельных инвестиционных советов. Нет систем, которые позволяют просто и легко принимать инвестиционные решения. У людей огромные издержки просто на то, чтобы собрать исходную информацию об эмитентах, бумагах и так далее. Никто не следит, чтобы эмитенты раскрывали всю информацию, нужную для принятия решения. И ЦБ как единый орган должен предложить рынку систему, аналогичную штатовской, чтобы резко снизить издержки внутренних инвесторов на получение исходной информации об эмитентах и ценных бумагах. Здесь, скорее, уклон такой: «мы скажем, где покупать; сиди, Емеля, на печи, мы тебе принесем калачи».

Такой подход все-таки несовременен.

Он не тупиковый. Это будет работать, это лучше, чем ничего. Но все-таки люди на финансовом рынке должны как-то прозреть. Все системы есть, но все противоречат друг другу, у каждой свои нюансы. Но что же мы тогда делаем? Что же это за процесс такой, называемый инвестированием в России?

Алексей Тимофеев. Александр предлагал просто положиться на профессионалов.

Александр Лосев. Да, реально.

Инвестиции — это колоссальные затраты. Команда профессионалов постоянно находится в теме, в рынке. Обычному человеку не доступны такие темпы погружения в эту реальность. Все сведения есть в «Блумберге», в «Рейтере», все квартальные отчетности и прогнозы выходят быстро. Но они доступны только тем, у кого есть деньги — по пять тысяч долларов в месяц на терминал «Блумберга» и дополнительную тысячу за подписку, и время для того, чтобы видеть эту

информацию круглосуточно. В названных системах все удобно. Там можно создавать портфели, по портфелю сразу идет масса сводной информации. Там все прекрасно, но стоит денег. И подразумевает наличие определенных навыков и определенного опыта плюс дорогостоящее программное обеспечение.

Профессионалы вложились в математику, вложились в модели — для того чтобы оценивать риски, волатильность, перспективы. Это колоссальные затраты! Никто сам просто так никогда этого не сделает, да и не нужно.

Я считаю, что если есть профессионалы, которые доказали своим результатами, чем-то еще, что они умеют управлять, что они готовы предложить клиенту портфели, исходя из того риска, который он готов на себя брать, то давайте все-таки разделим эти функции. Мы же не делаем сами себе операцию по удалению аппендицита, а полагаемся на врачей, не чиним забарахливший двигатель, а обращаемся к автомеханикам.

Александр Абрамов. Ну не знаю. Когда мне нужно разобраться, каковы результаты мусорных фондов облигаций в США, то их решает Morningstar, стоимость подписки на него составляет около 200 долларов в год. За десять минут я сканирую проблему с такой глубиной, что мне не нужны никакие профессионалы.

Алексей Тимофеев. Саша, ты же все-таки профессор-экономист...

Александр Абрамов. Абсолютно я не профессор! (*Общий смех*). В данной ситуации я говорю как потребитель информации. Дешевейший ресурс за 200 баксов в год расскажет мне всю историю, даст весь портфель, всю аналитику, всю информацию о том, как компания управляется, кем управляется, всю систему внутренних инвесторов.

Это требует десяти минут времени.

Если вы хотите более простое решение, то это Smartmoney.com и масса других дешевых ресурсов. Никогда в России не будут верить никаким профессионалам, особенно в области финансов. Выйдите и спросите население, кто верит хоть одному человеку в Минфине.

Алексей Тимофеев. Думаю, проблема заключается в том, что у регулятора еще нет адекватного понимания формата раскрытия информации, о чем именно идет речь.

Александр Абрамов. Платных ресурсов с подобной информацией много. Но попробуйте сравнить простейшие финансовые показатели по одним и тем же компаниям в «Спарк», FIRA PRO, «Рейтере». Разноголосоца данных, которые вы там встретите, скажет лишь одно — не суйся ты в это дело. Вот так убивается интерес к фундаментальному инвестированию.

Александр Лосев. Я как человек, который пишет статьи для СМИ и имеет представление о путях, которыми информация доходит до пользователей, понимаю, как важна именно оперативная информация, которая идет онлайн. В остальных системах — не «Блумберг» и не «Рейтер» — она идет с задержкой.

Допустим, произошло рыночное событие. Через пару часов эксперту позвонили из редакции, попросили к вечеру или до конца следующего дня высказать мнение о произошедшем в статье. Но любой текст нужно написать, любую информацию перепроверить, затем статью еще будут редактировать в редакции, в итоге материал появится в СМИ (в лучшем случае) лишь спустя сутки после событий, а не когда событие произошло.

Читателям будет уже поздно реагировать на события. На рынках зачастую даже 5 минут являются критически-

ми в те моменты, когда происходит движение, например, на рынке нефти, которое тут же отразится на курсе доллар/рубли, на нефтяных акциях. Ни с каким Morningstar или «Спарком» вы не успеете.

Алексей Тимофеев. А мне кажется, нет спора. С одной стороны, нужно предоставить возможность оптимизировать и доступ, и саму информацию. Все время возникал вопрос, что именно это означает. А с другой стороны, нужно все-таки сфокусироваться на повышении качества предоставления услуг посредниками-профессионалами. Саша, ты наверняка с этим не споришь.

Александр Абрамов. Я просматривал последнее время примерно 50 сайтов российских компаний. Действительно, они хорошо раскрывают информацию. Но разве трудно это все свести в одном месте?

Алексей Тимофеев. Это как раз есть в документе. Там сказано, что центр раскрытия информации сделают на базе НРД.

Александр Абрамов. Я видел презентацию совместного проекта НРД и «Интерфакса» полгода назад. Возможно, по деньгам это будет доступно для профессионалов и исследовательских центров, но не для рядового инвестора.

Алексей Тимофеев. Последние десять минут заслуживают отдельного круглого стола. До этого все было очень логично и укладывалось в замысел обсуждения.

Александр Абрамов. Чем хорош проект НРД с «Интерфаксом»? Тем, что через рынок облигаций они пришли к главному — рынку нужны проверенные данные по всем эмитентам, включая рейтинги. Возможно, это даст положительные эффекты, например, в сфере ценообразования облигаций и информационной эффективности

данного сегмента рынка. Но нужно двигаться дальше, на рынок акций. Это даст возможность появиться у нас своим инвестиционным звездам, своим Фама, Френчу, Линчу, Грэхему. А на их яркие идеи придут и внутренние инвесторы.

Алексей Тимофеев. Спасибо всем большое. Получилось интересно. ■